

**AUSSCHUSS DER PRÄSIDENTEN  
DER ZENTRALBANKEN DER MITGLIEDSTAATEN  
DER EUROPÄISCHEN WIRTSCHAFTSGEMEINSCHAFT**

**JAHRESBERICHT  
1992**

**APRIL 1993**

ISSN 1021-3406 (PRINT), ISBN 92-9166-217-8 (ONLINE)

ISSN 1021-3406

## MITGLIEDER DES AUSSCHUSSES DER ZENTRALBANKPRÄSIDENTEN

|                    |   |
|--------------------|---|
| A. Verplaetse      | National Bank van België/<br>Banque Nationale de Belgique |
| E. Hoffmeyer       | Danmarks Nationalbank                                     |
| H. Schlesinger     | Deutsche Bundesbank                                       |
| E. Christodoulou   | Bank von Griechenland                                     |
| L. Rojo*           | Banco de España   |
| J. de Larosière    | Banque de France  |
| M. Doyle           | Central Bank of Ireland                                   |
| C. Ciampi          | Banca d'Italia  |
| P. Jaans           | Institut Monétaire Luxembourgeois                         |
| W. Duisenberg      | De Nederlandsche Bank                                     |
| M. Beleza**        | Banco de Portugal   |
| R. Leigh-Pemberton | Bank of England   |

Die Kommission der Europäischen Gemeinschaften ist generell dazu eingeladen, eines ihrer Mitglieder zu den Sitzungen des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten zu entsenden

\* Nachfolger von M. Rubio mit Wirkung vom 18. Juli 1992.

\*\* Nachfolger von J. Tavares Moreira mit Wirkung vom 4. Mai 1992.



# INHALTSVERZEICHNIS

|   |     |
|---|-----|
| <b>EINFÜHRUNG UND ALLGEMEINE BEWERTUNG</b> .....  | 1   |
| 1 Geldpolitik im Umfeld von Spannungen auf den Devisenmärkten .....   | 1   |
| 2 Geldpolitische Absichten für 1993.....  | 5   |
| 3 Vorbereitungsarbeiten für den Übergang zur zweiten und dritten<br>Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion .....          | 7   |
| <b>I WIRTSCHAFTLICHE ENTWICKLUNGEN UND VOLLZUG<br/>DER GELDPOLITIK</b> .....  | 9   |
| 1 Der wirtschaftliche Hintergrund der Geldpolitik.....  | 9   |
| 2 Monetäre Entwicklung und Entwicklung der Wechselkurse.....  | 17  |
| 3 Wirtschaftliche Aussichten und Probleme der Geldpolitik.....  | 32  |
| 4 Entwicklungen an den privaten ECU-Märkten.....  | 36  |
| <b>II GELDPOLITISCHE INSTRUMENTE UND VERFAHREN IN DEN<br/>MITGLIEDSLÄNDERN</b> .....  | 41  |
| 1 Hauptsächliche Instrumente .....  | 41  |
| 2 Hauptsächliche Verfahren .....  | 44  |
| 3 Ankündigung der geldpolitischen Absichten.....  | 45  |
| <b>III INSTITUTIONELLE MERKMALE DER ZENTRALBANKEN<br/>DER GEMEINSCHAFT</b> .....  | 47  |
| 1 Gesetzlicher Rahmen und Unabhängigkeit .....  | 47  |
| 2 Ziele und Aufgaben der Zentralbanken .....  | 50  |
| 3 Die Durchführung der Geld- und Wechselkurspolitik .....   | 50  |
| 4 Ernennungsverfahren der Zentralbankpräsidenten.....   | 52  |
| 5 Voraussichtliche Änderungen in der Notenbankgesetzgebung .....  | 53  |
| <b>IV AKTIVITÄTEN DES AUSSCHUSSES DER<br/>ZENTRALBANKPRÄSIDENTEN UND VORBEREITUNG FÜR DEN<br/>ÜBERGANG ZUR WWU</b> .....    | 55  |
| 1 Aktivitäten des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten .....  | 55  |
| 2 Vorbereitende Arbeiten für den Übergang zur zweiten<br>und dritten Stufe der WWU.....                                     | 63  |
| <b>ANHANG I: VERÄNDERUNGEN DER GELDPOLITISCHEN<br/>INSTRUMENTE UND VERFAHREN SEIT DEM<br/>BEGINN DER ERSTEN STUFE</b> ..... | 77  |
| <b>ANHANG II: INSTITUTIONELLER STATUS DER ZENTRALBANKEN<br/>IN DEN LÄNDERN DER GEMEINSCHAFT</b> .....                       | 81  |
| <b>ABKÜRZUNGEN UND SYMBOLE</b> .....  | 103 |



# Verzeichnis der Tabellen, Schaubilder und Tafeln

(Die in den Tabellen und Schaubildern verwendeten Abkürzungen und Symbole sind auf Seite 103 aufgeführt)

## Tabellen

### (a) Texttabellen

|   |   |    |
|---|---|----|
| 1 | Wirtschaftliche und finanzielle Indikatoren der Gemeinschaft.....       | 2  |
| 2 | Produktionsunterschiede und konjunkturelle Abweichungen.....            | 12 |
| 3 | Geldmengenaggregate: Ziele und Ergebnisse.....                          | 19 |
| 4 | Indikatoren der kumulativen Veränderungen der Wettbewerbsfähigkeit..... | 30 |
| 5 | ECU-Finanzmärkte.....   | 37 |
| 6 | Geldpolitische Instrumente und Verfahren.....                           | 42 |
| 7 | Institutionelle Merkmale der Gemeinschafts-Zentralbanken.....           | 48 |
| 8 | Zentralbankfinanzierung des öffentlichen Sektors.....                   | 66 |

### (b) Referenztabellen

|    |  |    |
|----|--|----|
| R1 | Reales BIP.....  | 39 |
| R2 | Arbeitslosenquoten.....                                      | 39 |
| R3 | Verbraucherpreise.....                                       | 39 |
| R4 | Einkommen je Beschäftigten.....                              | 40 |
| R5 | Finanzierungssaldo der öffentlichen Haushalte insgesamt..... | 40 |
| R6 | Leistungsbilanzsalden.....                                   | 40 |
| R7 | Weitgefaßte Geldmengenaggregate.....                         | 40 |

## Schaubilder

|   |  |    |
|---|--|----|
| 1 | Reales Wachstum und Inflation in der Gemeinschaft.....                               | 3  |
| 2 | Wechselkurse des US-Dollar und des Japanischen Yen gegenüber der Deutschen Mark..... | 10 |
| 3 | Lage der Gesamthaushalte 1992.....   | 17 |
| 4 | Kurzfristige Zinssätze.....  | 21 |
| 5 | Langfristige Zinssätze.....  | 21 |
| 6 | Offizielle Zinsen bzw. Schlüsselzinssätze.....                                       | 23 |
| 7 | Wechselkurse gegenüber der Deutschen Mark.....                                       | 26 |
| 8 | Organisationsplan des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten.....                    | 62 |

## Tafeln

|   |   |    |
|---|---|----|
| 1 | Verschuldung des privaten Sektors in den EWG-Ländern..... | 13 |
| 2 | Sektorale Inflationstrends.....                           | 15 |
| 3 | "Cross-border holdings" und monetäre Analyse.....         | 57 |

\* \* \*

Diesem Bericht liegt Datenmaterial bis zum 28. Februar 1993 zugrunde



## **EINFÜHRUNG UND ALLGEMEINE BEWERTUNG**

Dies ist der zweite Jahresbericht des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten der Mitgliedstaaten der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft über seine Tätigkeit sowie die monetäre und finanzielle Lage in der Gemeinschaft im Jahr 1992. Der Bericht ist in Übereinstimmung mit dem Mandat des Ausschusses gemäß dem neugefaßten Ratsbeschluß vom 12. März 1990 erstellt worden.

Das vergangene Jahr ist für die Zusammenarbeit zwischen den Zentralbanken der EWG-Mitgliedstaaten eines der schwierigsten gewesen. Die monetären und finanziellen Entwicklungen, insbesondere jene, die mit den Turbulenzen auf den Devisenmärkten in der zweiten Hälfte von 1992 verbunden waren, standen im Mittelpunkt der Arbeit und der Diskussionen im Ausschuß. Gleichzeitig hat der Ausschuß nach der Unterzeichnung des Vertrages über die Europäische Union in Maastricht im Februar letzten Jahres erste Schritte unternommen, um die Bedingungen für die Durchführung des Vertrages im monetären Bereich herzustellen. Insbesondere gilt dies für die Vorbereitungen zur Errichtung des Europäischen Währungsinstituts (EWI), das die Aufgaben des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten übernehmen wird, wenn dieser Ende 1993 aufgelöst wird.

### **1 GELDPOLITIK IM UMFELD VON SPANNUNGEN AUF DEN DEVISENMÄRKTEN**

Wie im letzten Jahresbericht dargestellt, kam der Ausschuß der Zentralbankpräsidenten bei der Überprüfung der geldpolitischen Ziele für 1992 im Rahmen der jährlichen Vorkonsultation zu der Auffassung, daß die nationalen Währungsbehörden eine weitere Verringerung der Inflation in der Gemeinschaft anstrebten. Obwohl die durchschnittliche Zuwachsrates bei den Verbraucherpreisen in der Gemeinschaft von 5,1 % im Jahre 1991 auf 4,3 % im Jahre 1992 zurückging, hätte angesichts der günstigen äußeren Einflüsse auf die Inflation und der anhaltend schwachen Konjunkturentwicklung in der Gemeinschaft (siehe Tabelle 1 und Schaubild 1) normalerweise ein stärkerer Inflationsabbau erwartet werden können. Die Produktion in der Gemeinschaft insgesamt stieg 1992 lediglich um 1,1 %. Hierin spiegelte sich teilweise die unerwartete Verlängerung des Konjunkturabschwungs in der übrigen Welt, aber auch die gedämpfte Inlandsnachfrage in den meisten Mitgliedstaaten wider. Anlässlich der jährlichen Überprüfung der geplanten nationalen Politiken hatte der Ausschuß auf eine Reihe potentieller Risiken verwiesen, von denen sich einige in der Tat bald verwirklichten: insbesondere schwand die Hoffnung auf eine frühzeitige konjunkturelle Erholung, Pläne zur Konsolidierung der Haushalte erwiesen sich oft als schwer realisierbar und in einigen Ländern setzte sich der recht starke Anstieg der

TABELLE 1: WIRTSCHAFTLICHE UND FINANZIELLE INDIKATOREN DER GEMEINSCHAFT

| Position                                      | 1987-89<br>Durchschnitt                | 1990 | 1991 | 1992 (a) |
|---|--|------|------|----------|
|   | Veränderung gegenüber dem Vorjahr in % |      |      |          |
| Reales BIP (b)                                | 3,5                                    | 2,8  | 1,2  | 1,1      |
| Verbraucherpreise (c)                         | 4,1                                    | 5,7  | 5,1  | 4,3      |
| Einkommen je Beschäftigten (b)                | 6,1                                    | 7,6  | 7,1  | 5,7      |
|   | in Prozent des nominalen BIP           |      |      |          |
| Saldo der Leistungsbilanz                     | 0,4                                    | -0,3 | -0,9 | -1,0     |
| Finanzierungssaldo der öffentlichen Haushalte | -3,6                                   | -4,2 | -4,7 | -5,3     |
|   | in Prozent                             |      |      |          |
| Kurzfristiger Zinssatz (b) (d)                | 9,6                                    | 11,8 | 11,0 | 11,2     |
| Langfristiger Zinssatz (b) (e)                | 9,4                                    | 11,2 | 10,3 | 9,9      |

Quelle: Nationale Angaben, BIZ.

(a) Geschätzt (b) Errechnet auf der Basis der BIP-Anteile von 1989 unter Zugrundelegung der Kaufkraftparitäten von 1989.

(c) Errechnet auf der Basis der Anteile an den Verbraucherausgaben von 1989 unter Zugrundelegung der Kaufkraftparitäten von 1989.

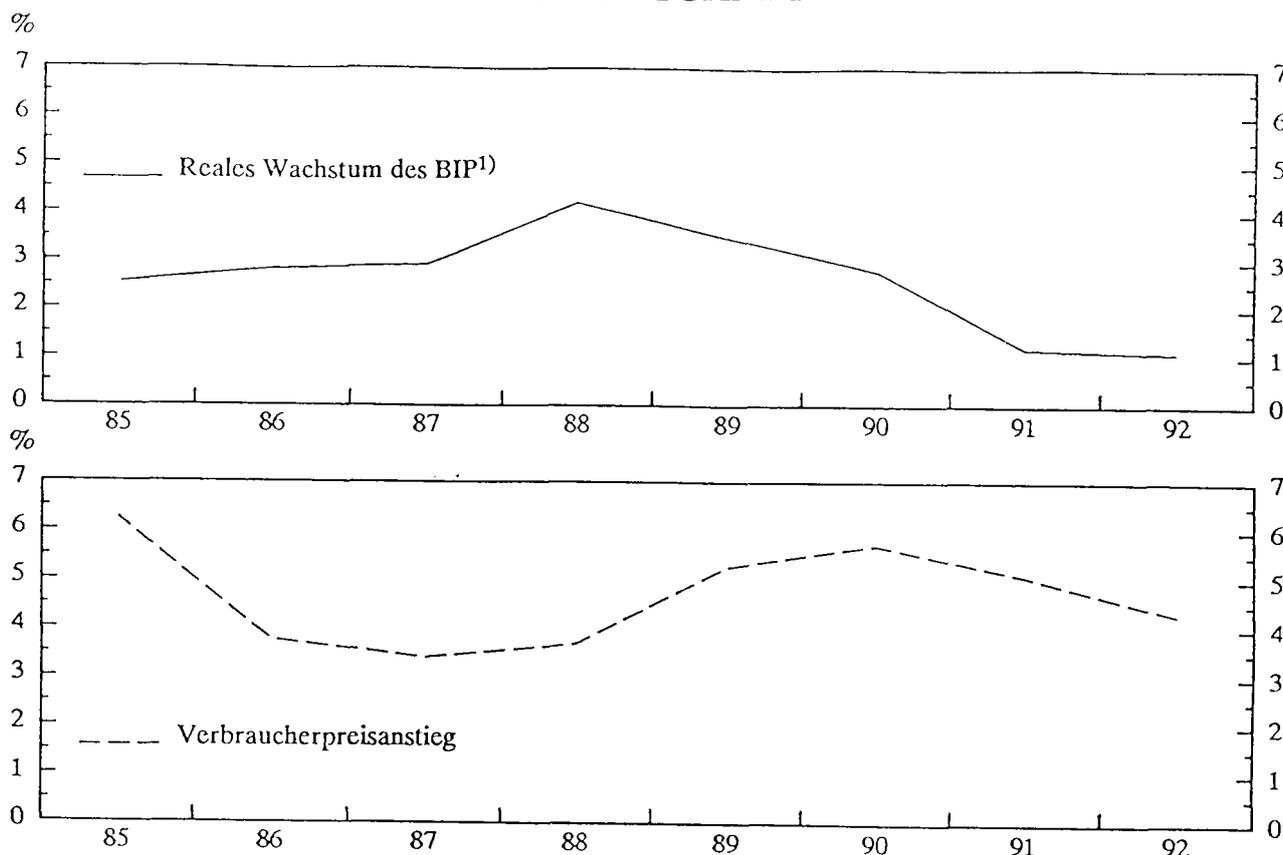
(d) Satz für Dreimonatgeld im Inland. (e) Satz für Staats- und sonstige Anleihen der öffentlichen Hand.

Lohnkosten fort. Ferner machten das sich beschleunigende monetäre Wachstum und der anhaltende inländische Preisdruck in Deutschland gegen Ende 1991 eine Straffung der Geldpolitik notwendig.

In der ersten Hälfte des Jahres 1992 beschleunigte sich das Geldmengenwachstum in der Gemeinschaft und die monetären Aggregate wichen in einigen Ländern von der Zielvorgabe ab. Während die Abstände zwischen den Zinssätzen klein blieben, tendierten die kurzfristigen Zinssätze nach oben. Da die Schwäche der konjunkturellen Entwicklung anhielt, verstärkte sich die Besorgnis über die Angemessenheit des geldpolitischen Kurses in den Ländern, in denen deutliche Fortschritte bei der Bekämpfung der Inflation erzielt wurden und in denen die Arbeitslosigkeit rasch anstieg.

Eine Wende trat Anfang Juni 1992 ein, als die knappe Ablehnung des Maastrichter Vertrages in Dänemark wachsende Unruhe auf den Devisenmärkten der Gemeinschaft auslöste. Die Bedingungen auf den Geldmärkten entwickelten sich schnell auseinander. In Deutschland blieb der geldpolitische Kurs weiterhin straff, und die Marktzinsen gaben erst ab Mitte September anlässlich der Leitkursanpassung der italienischen Lira nach. In Belgien und in den Niederlanden spiegelten die Veränderungen der Interventionssätze der Zentralbanken deutlich die Bewegungen der deutschen Zinssätze wider, um die enge Bindung dieser Währungen an die D-Mark aufrechtzuerhalten. Die Währungen aller anderen Länder des EWS-Wechselkursmechanismus waren in der zweiten Hälfte des Jahres Abwertungsdruck ausgesetzt, der zeitweilig sehr stark war. Die Währungsbehörden dieser Länder erhöhten als Teil ihrer Strategie zur Abwehr der auftretenden Wechselkursspannungen die offiziellen Zinssätze, wenn auch in unterschiedlichem Ausmaß und zu unterschiedlichen Zeiten.

## SCHAUBILD 1: REALES WACHSTUM UND INFLATION IN DER GEMEINSCHAFT



<sup>1)</sup> Schätzung für das reale BIP im Jahre 1992

Das Ergebnis des dänischen Referendums im Juni war lediglich ein Auslöser für die nachfolgenden Ereignisse, die im September 1992 mit der schwersten Krise des EWS-Wechselkursmechanismus seit seiner Errichtung ihren Höhepunkt erreichten. In schneller Folge wurden zwei Leitkursanpassungen vereinbart, und für zwei Währungen wurde vorübergehend die Verpflichtung aufgehoben, die vorgeschriebenen Bandbreiten für die Wechselkurse einzuhalten. Innerhalb kurzer Zeit ging die in den letzten Jahren bemerkenswerte Stabilität der Wechselkursenerwartungen verloren und machte ausgeprägtem spekulativem Marktverhalten Platz. Anfänglich kamen Währungen unter starken Abwertungsdruck, die angesichts ihrer binnenwirtschaftlichen Lage anfällig schienen. Als jedoch andere Währungen von den Spannungen erfaßt wurden, nahm die Situation auf den Devisenmärkten auch Merkmale eines spekulativen Ansturms an, bei dem sich kurzfristige, ungerechtfertigte Wechselkursenerwartungen selbst verstärkten.

Ohne Zweifel wurden die wachsenden Marktturbulenzen im Gefolge der dänischen Abstimmung durch parallele Entwicklungen verschärft: Der US-Dollar wertete deutlich gegenüber europäischen Währungen ab, die Unruhe auf den nordischen Devisenmärkten wuchs, und die Märkte schienen verstärkt auf die als unzureichend koordiniert empfundenen Reaktionen der Behörden auf Wechselkursspannungen zu achten.

Im Grunde genommen muß die Krise auf den Devisenmärkten auf zwei Faktoren zurückgeführt werden. Erstens wurde die Stabilität der nominalen Wechselkurse im EWS-Wechselkursmechanismus während der vorangegangenen fünf Jahre nicht ausreichend genutzt, um die bestehenden Leitkurse durch eine Korrektur der wirtschaftlichen Ungleichgewichte und durch vermehrte Anstrengungen in Richtung auf eine größere wirtschaftliche Konvergenz zu untermauern. Im Gegenteil, infolge beträchtlicher Haushaltsdefizite in einer großen Anzahl von Ländern der Gemeinschaft blieb der unausgewogene "policy mix" bestehen, und die unzureichende Annäherung an eine niedrige Inflationsrate hatte bedeutende Änderungen in der internationalen Wettbewerbsposition zur Folge. Mit den Anzeichen im Vorfeld des französischen Referendums, daß die Unterstützung der Öffentlichkeit für den Maastricht-Vertrag nachließ, sank das Vertrauen der Märkte in die Zusage der Behörden, die bestehenden Leitkurse aufrechtzuerhalten und die Konvergenz gemäß den Vertragskriterien zu verwirklichen. Das französische Referendum wurde damit zum Referenzdatum für den Zeitpunkt einer möglichen Leitkursanpassung.

Der zweite Hauptgrund für die Krise auf den Devisenmärkten war, daß im Verlauf des Jahres 1992 die anhaltende Konjunkturschwäche und die sinkenden Aussichten auf einen Aufschwung zunehmend als Verschärfung der Zwangslage für diejenigen Länder empfunden wurde, in denen sich die Inflation deutlich verringert und die Situation auf dem Arbeitsmarkt drastisch verschlechtert hatte. In diesen Fällen wurde das zur Aufrechterhaltung der Leitkurse im EWS-Wechselkursmechanismus erforderliche Niveau der nominalen Zinssätze zunehmend insbesondere deswegen als unvereinbar mit den binnenwirtschaftlichen Erfordernissen angesehen, weil die realen Zinssätze bei verbesserten Inflationsaussichten anstiegen. Der Konflikt zwischen außen- und binnenwirtschaftlichen Zielen wurde durch wiederholte Forderungen nach niedrigeren Zinssätzen verdeutlicht, sowohl in den betroffenen Ländern als auch - angesichts ihrer Bedeutung für die monetären Bedingungen anderswo in der Gemeinschaft - im Hinblick auf die deutschen Zinssätze. In Deutschland war man jedoch der Ansicht, daß angesichts der Preis- und Lohnentwicklungen sowie des Kurses der Fiskalpolitik wenig Spielraum für Zinssenkungen bestünde. Andererseits gab es die Auffassung auf den Märkten, daß in einigen anderen Ländern die Bereitschaft der Behörden zu Zinserhöhungen zur Verteidigung der Leitkurse begrenzt sei; dies galt insbesondere für die Volkswirtschaften, die angesichts einer schwachen Konjunktur und eines hohen privaten und/oder öffentlichen Verschuldungsgrades sehr empfindlich gegenüber Zinsänderungen waren.

Alle Länder der Gemeinschaft, deren Währungen unter Abwertungsdruck geraten waren, setzten in wechselnden Kombinationen drei Instrumente ein: Der Bewegungsspielraum innerhalb der Bandbreiten des EWS-Wechselkursmechanismus wurde weitgehend ausgenutzt, Interventionen wurden in beispiellosem Umfang getätigt, und

die Zinssätze wurden verändert, wenn auch in unterschiedlichem Ausmaß und zu unterschiedlichen Zeitenpunkten. Einige Länder verschärften die Anwendung bestehender Devisenkontrollen und in einem Fall wurden zeitlich begrenzte Maßnahmen eingesetzt, um über Swaps finanzierte Leerverkäufe der heimischen Währung zu bestrafen.

Die Einschätzung der jüngsten turbulenten Ereignisse auf den Devisenmärkten ist zwar noch nicht endgültig abgeschlossen, es besteht aber volle Übereinstimmung, daß das EWS als eine Vereinbarung zur Förderung einer engeren währungspolitischen Zusammenarbeit mit dem Ziel, eine Zone der monetären Stabilität zu schaffen, für alle Länder der Gemeinschaft vorteilhaft und daß die Wiederherstellung und die Aufrechterhaltung der Glaubwürdigkeit des Systems als Ganzes ein sehr wichtiges Ziel ist. Um dieses zu erreichen, müssen zwei Forderungen erfüllt sein. Erstens: Damit Leitkurse glaubwürdig bleiben, müssen die zugrundeliegenden wirtschaftlichen Verhältnisse gesund sein und durch laufende und künftige wirtschaftspolitische Maßnahmen überzeugend abgesichert werden. Das System muß flexibel bleiben, und Wechselkursanpassungen können erforderlich werden, wenn größere wirtschaftliche Ungleichgewichte auftreten. Eine Leitkursanpassung ist jedoch kein Allheilmittel und schließt daher die Notwendigkeit unterstützender stabilitätsorientierter Politiken nicht aus. Zweitens: Die Erfahrungen haben gelehrt, daß bei vollständiger Freiheit des Kapitalverkehrs Wechselkurse selbst dann unter massiven spekulativen Druck geraten können, wenn die Leitkurse auf gesunde und stabile binnenwirtschaftliche Verhältnisse gestützt sind. In diesen Fällen erfordert die Verteidigung der Wechselkurse eine enge Kooperation zwischen den einzelnen Ländern, die mit der Verpflichtung der Geldpolitik auf Preisstabilität vereinbar ist, die eine Voraussetzung für dauerhaft stabile Wechselkurse darstellt. Die institutionellen Schritte, die gegenwärtig in einer Reihe von Ländern zur Stärkung der Unabhängigkeit ihrer Zentralbanken unternommen werden, könnten ein sehr hilfreiches Element sein, um die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik zu erhöhen. Innerhalb dieser weit angelegten Betrachtungen setzt der Ausschuß der Zentralbankpräsidenten seine Diskussion über die Handhabung des EWS fort.

## **2 GELDPOLITISCHE ABSICHTEN FÜR 1993**

Als der Ausschuß der Zentralbankpräsidenten im Dezember 1992 die nationalen geldpolitischen Absichten für 1993 überprüfte, waren nicht nur die Aussichten für die Weltwirtschaft sowie das Wachstum und den Inflationsdruck in der Gemeinschaft höchst ungewiß, sondern der erneute Ausbruch von Spannungen auf den Devisenmärkten ließ auch darauf schließen, daß eine länger anhaltende Beruhigung im EWS noch nicht wieder eingetreten war. Für das reale BIP in der Gemeinschaft wurde eine ungefähr gleich niedrige Wachstumsrate wie in den zwei vorangegangenen Jahren

prognostiziert und bei der Inflation wurde trotz der konjunkturellen Schwäche lediglich ein mäßiger Rückgang erwartet.

Es bestand volle Übereinstimmung im Ausschuß der Zentralbankpräsidenten darüber, daß die Geldpolitiken weiterhin auf das mittelfristige Ziel ausgerichtet sein müssen, in der gesamten Gemeinschaft Preisstabilität zu erzielen und aufrechtzuerhalten. Die Geldpolitik kann dieses Ziel nur durch Stetigkeit in der Ausführung erreichen. Wie die Erfahrung gezeigt hat, sind die Vorteile einer verfrühten geldpolitischen Lockerung für den Konjunkturverlauf schnell aufgezehrt und bald überkompensiert durch beträchtliche langfristige Kosten für die Volkswirtschaft, die nur schwierig und unter Schmerzen wieder auszugleichen sind. Aus diesem Grund hat der Ausschuß der Zentralbankpräsidenten die Notwendigkeit einer mittelfristig orientierten Geldpolitik betont, die einen weiteren Inflationsrückgang sicherstellt, ohne den Spielraum für einen anhaltenden Konjunkturaufschwung einzuschränken.

Wie im letzten Jahresbericht hervorgehoben, hängt jedoch die Wirksamkeit des beabsichtigten geldpolitischen Kurses in bedeutendem Maße von ausreichender Unterstützung durch die Fiskalpolitik und von der Entwicklung der Löhne ab. Es besteht in einer Reihe von Mitgliedstaaten die dringende Notwendigkeit, den "policy mix" zwischen der Fiskal- und der Geldpolitik zu verbessern. Trotz der weniger günstigen wirtschaftlichen Aussichten für 1993 sollte das Erfordernis der fiskalischen Konsolidierung nicht aus den Augen verloren werden. Dies ist insbesondere angesichts des Maastricht-Vertrages von Bedeutung, in dem die Notwendigkeit der Haushaltsdisziplin festgestellt und ein Referenzwert für das Haushaltsdefizit von 3% des BIP festgesetzt ist, um die Durchhaltbarkeit der öffentlichen Haushaltssituation besser beurteilen zu können. Nach den letzten veröffentlichten Vorausschätzungen der EG-Kommission wird für 1993 ein Anstieg des Haushaltsdefizits der Gemeinschaft insgesamt auf 5,75% des BIP prognostiziert. Dies entspricht einer Steigerung um einen halben Prozentpunkt gegenüber dem bereits im letzten Jahr unvertretbar hohen Niveau. Wenn die Glaubwürdigkeit der Politik der Mitgliedstaaten sowie die Verpflichtungen des Vertrages beibehalten und eine Überforderung der Geldpolitik vermieden werden sollen, müssen die notwendigen Maßnahmen zur Haushaltskonsolidierung jetzt ergriffen werden. Insbesondere in Ländern mit übermäßigen Haushaltsdefiziten müssen die Anstrengungen zur Korrektur der strukturellen Defizite verstärkt werden. In anderen Ländern sollte das gedämpfte Wirtschaftswachstum nicht zu einem Anstieg der Defizite über die üblichen automatischen Wirkungen von sinkenden Einnahmen und steigenden Sozialausgaben hinaus führen. Während einige Länder der Gemeinschaft das nominale Wachstum der Löhne 1992 erfolgreich begrenzt haben, ist darüber hinaus eine deutliche Reduzierung des Lohnanstiegs dort erforderlich, wo die Lohnkosten schnell ansteigen. Darüber hinaus müssen alle Länder der Gemeinschaft unbeirrt an ihren Bemühungen festhalten, strukturelle Rigiditäten auf dem Arbeitsmarkt abzubauen. Zur Förderung der notwendigen

Anpassungen in der Politik sind in den meisten Ländern nationale Konvergenzprogramme im Anschluß an Diskussionen in der Gemeinschaft aufgestellt worden.

Die Notwendigkeit, schnell ein besseres Gleichgewicht zwischen der Fiskal- und der Geldpolitik zu erreichen und die angebotsorientierten Politiken zu stärken, wurde durch die enttäuschenden wirtschaftlichen und finanziellen Entwicklungen im Jahre 1992 dramatisch verdeutlicht. Entscheidende Fortschritte sind in diesen Bereichen nicht nur zur Festigung der Grundlagen für anhaltendes Wachstum erforderlich, sondern auch, um wieder stabile Wechselkursbeziehungen zwischen den Währungen der Gemeinschaft herzustellen. Obwohl die Geldpolitik in der Verantwortung der nationalen Behörden verbleibt, sollte die Stärkung der Koordinierung der Geldpolitiken innerhalb des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten ebenfalls zur Wiederherstellung der Glaubwürdigkeit des EWS-Wechselkursmechanismus beitragen. Ohne sie wird es viel schwieriger sein, Unterschiede in den Zinssätzen dauerhaft abzubauen.

Die jüngsten Leitkursanpassungen und die Wechselkursbewegungen der Währungen, die ihre Verpflichtungen aus dem EWS-Wechselkursmechanismus vorübergehend ausgesetzt haben, dürften zur Korrektur der Auswirkungen früherer Ungleichgewichte beigetragen haben. Die Veränderungen bei den Wechselkursen und insbesondere das zeitweilige "floaten" von Währungen sollten jedoch nicht als Beseitigung der Schranken für die inländische Wirtschaftspolitik mißverstanden werden. Die fortgeschrittene Integration der Volkswirtschaften der Gemeinschaft und die zunehmenden gegenseitigen Abhängigkeiten angesichts der Vollendung des Binnenmarktes für Personen, Waren, Dienstleistungen und Kapital lassen keine Alternative zu Kooperation und eng koordinierten Politiken.

### **3 VORBEREITUNGSARBEITEN FÜR DEN ÜBERGANG ZUR ZWEITEN UND DRITTEN STUFE DER WIRTSCHAFTS- UND WÄHRUNGSUNION**

Als Antwort auf die Einladung des Rates der Europäischen Gemeinschaften hat der Ausschuß der Zentralbankpräsidenten mit den vorbereitenden Arbeiten zur Herstellung der Bedingungen für die Umsetzung des Vertrages von Maastricht auf währungspolitischem Gebiet begonnen. Im Mittelpunkt dieser Arbeiten stehen einerseits die Errichtung des Europäischen Währungsinstituts und andererseits einige besondere Gebiete, die mit dem entfernteren Ziel einer einheitlichen Geldpolitik zusammenhängen, die jedoch beträchtliche Vorbereitungszeit benötigen.

Die Basisarbeit für das EWU hat sich bisher vorwiegend auf die Aufgaben dieser neuen Institution konzentriert. Einige dieser Aufgaben überschneiden sich mit den Verantwortlichkeiten, die gegenwärtig dem Ausschuß der Zentralbankpräsidenten übertragen sind, wie die Koordinierung der Geldpolitiken, oder Funktionen, die vom Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit ausgeübt werden, wie die

Verwaltung der EWS-Mechanismen. Für diese Bereiche soll ein nahtloser Übergang auf das EWI sichergestellt werden. Ferner diskutiert der Ausschuß der Zentralbankpräsidenten gegenwärtig, wie das EWI seine operationellen Aufgaben am besten wahrnehmen kann. Nach der EWI-Satzung schließt dies ein: Funktionen, die gegenwärtig vom EFWZ wahrgenommen werden; neue Aufgaben, wie die Haltung und Verwaltung von Währungsreserven auf Ersuchen und als Agent nationaler Zentralbanken sowie Aufgaben in bezug auf die ECU.

Im Hinblick auf die Vorbereitungen, die eine lange Vorlaufzeit haben, hat der Ausschuß der Zentralbankpräsidenten fünf größere Gebiete bestimmt, die frühzeitig Aufmerksamkeit erfordern: Statistik, Fragen der Zahlungssysteme, Druck und Ausgabe einer europäischen Banknote, Aspekte der Rechnungslegung und der Aufbau von Informationssystemen. Für jedes dieser Projekte wurden neue Arbeitsgruppen geschaffen. Zu Anfang besteht die Arbeit dieser Gruppen hauptsächlich in der Sammlung von Fakten und einer Bestandsaufnahme, um die Grundlagen für künftige Entscheidungen darüber vorzubereiten, wie die erforderlichen integrierten Infrastrukturen geschaffen werden können. Schließlich haben die vorbereitenden Arbeiten auch in der Absicht begonnen, die wesentlichen Fragen hinsichtlich der Hauptmerkmale, Instrumente und operationellen Abläufe der künftigen einheitlichen Geldpolitik zu klären.

\* \* \*

Das erste Kapitel des Berichts beschreibt die wirtschaftlichen Entwicklungen und die Durchführung der Geldpolitik im Jahre 1992. Im zweiten Kapitel werden die währungspolitischen Instrumente und Verfahren dargestellt und das dritte Kapitel enthält eine Übersicht über die institutionellen Merkmale der Notenbanken in der Gemeinschaft. Im Schlußkapitel wird über die Arbeiten des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten und die Vorbereitungen für den Übergang zur Wirtschafts- und Währungsunion berichtet.

# **I WIRTSCHAFTLICHE ENTWICKLUNGEN UND VOLLZUG DER GELDPOLITIK**

## **1 DER WIRTSCHAFTLICHE HINTERGRUND DER GELDPOLITIK**

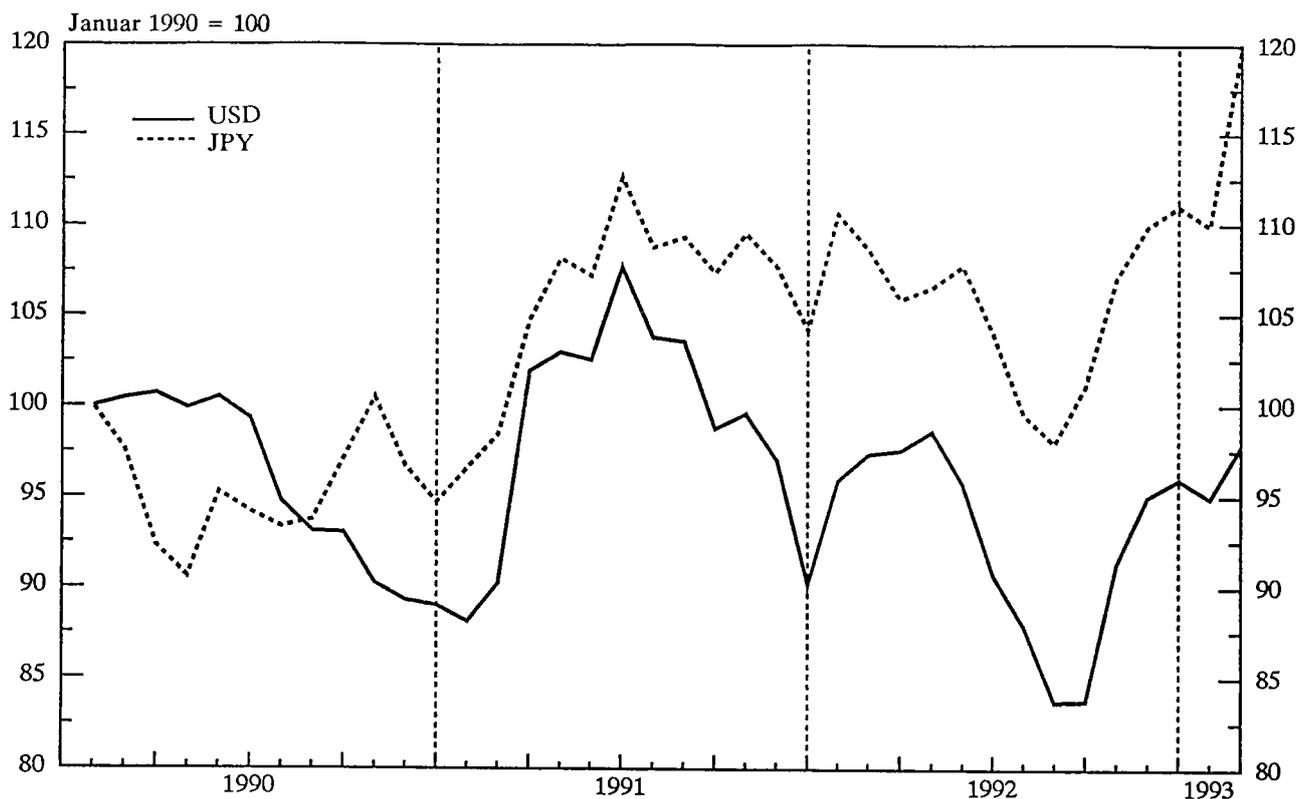
Nach dem kräftigen Aufschwung Ende der 80er Jahre hat sich das wirtschaftliche Wachstum in der Gemeinschaft im Jahre 1991 deutlich verlangsamt und blieb 1992 weiterhin schwach. Für die Konjunkturschwäche war ein ungünstiges außenwirtschaftliches Umfeld verbunden mit einer gedämpften Inlandsnachfrage ausschlaggebend. Die Inflation ist im Gemeinschaftsdurchschnitt 1992 weiter gesunken, wenn auch das mittelfristige Ziel der Preisstabilität noch lange nicht erreicht ist. Im übrigen war das Ausmaß des Inflationsrückgangs trotz der ausgeprägten Schwäche bei den EG-Importpreisen und des geringer als ursprünglich erwarteten Wachstums der Produktion recht bescheiden. Die hartnäckig anhaltende Inflation ist hauptsächlich auf inländische Faktoren zurückzuführen, wobei besonders ausgeprägte Preissteigerungen in den Wirtschaftszweigen zu verzeichnen sind, die gegen den internationalen Wettbewerb abgeschirmt sind. Zwar verringerten sich die Unterschiede in den Inflationsraten zwischen den Mitgliedsländern 1992 weiter; dies war jedoch teilweise auf einen Rückgang in Großbritannien und einen Anstieg in Deutschland, einem Land mit traditionell niedriger Inflationsrate, zurückzuführen.

### **1.1 Das außenwirtschaftliche Umfeld**

Das Wachstum auf den wichtigsten Exportmärkten der Gemeinschaft verbesserte sich 1992 nur geringfügig und enttäuschte frühere Erwartungen auf eine stärkere Anregung aus dem Ausland. In den USA setzte sich die Belebung der Produktion fort, wengleich die Beschleunigung des Wachstums deutlich geringer war, als es für das derzeitige Stadium des Konjunkturzyklus typisch ist. Auch schien der Aufschwung zeitweilig unsicher. Angesichts der nicht eindeutigen Signale hinsichtlich der Stärke und Dauerhaftigkeit der wirtschaftlichen Erholung lockerte das Federal Reserve seine Geldpolitik im Verlauf des Jahres mehrfach. Die Unsicherheit über die relative Stärke des Aufschwungs in den USA, und damit über die künftige Entwicklung der Zinssätze, trug zu der ausgeprägten Volatilität des Dollars bei. Anzeichen für ein kräftiges Wachstum in den ersten Monaten 1992 führten zu einem deutlichen Anstieg des Dollars. Als jedoch die Wiederbelebung der Konjunktur ins Stocken geriet und die amerikanische Geldpolitik weiter gelockert wurde, erfuhr der Dollar gegenüber der D-Mark von Ende April bis Ende August eine Werteinbuße von etwa 15%. Anschließend befestigte sich der Dollar nach deutlichen Hinweisen auf eine stärkere

Erholung in den USA und nach dem Rückgang der deutschen Zinssätze im September bis Ende 1992 um ca. 14% (siehe Schaubild 2).

SCHAUBILD 2: WECHSELKURSE DES US-DOLLAR UND DES JAPANISCHEN YEN GEGENÜBER DER DEUTSCHEN MARK



In Japan verlangsamte sich das Wachstum 1992 deutlich, wobei die Preise für Vermögenswerte kräftig sanken. Als Reaktion hierauf wurden die Geldpolitik weiter gelockert und im August ein umfangreiches Paket expansiver Budgetmaßnahmen angekündigt. Die EFTA-Länder, die ungefähr ein Viertel der gemeinschaftlichen Exporte in die übrige Welt aufnehmen, verharrten 1992 angesichts der Auswirkungen hoher realer Zinssätze und gedämpfter globaler Nachfrage in der Rezession.

Die Rohstoffpreise (ohne Öl) waren 1992 in Dollar gerechnet im Durchschnitt wenig verändert. Auch die Ölpreise lagen vergleichsweise niedrig. Die gesunkenen Preise für Rohmaterialien in Verbindung mit der geringen Nachfrage trugen weltweit zu einer Verlangsamung der Inflation bei. Zusätzlich half die allgemeine Aufwertung der Gemeinschaftswährungen gegenüber Nicht-EG-Währungen über fast das gesamte Jahr, den Inflationsdruck in der Gemeinschaft zu verringern. In der Tat

sanken die Importpreise in sechs Mitgliedstaaten, während der Anstieg in den anderen unter demjenigen des BIP-Deflators lag.

## **1.2 Wirtschaftsentwicklung und Konvergenz in der Gemeinschaft**

Das Wachstum des BIP blieb 1992 weiterhin schwach; es verlangsamte sich in der EG insgesamt geringfügig auf 1,1% (siehe Tabelle R 1 auf Seite 39). Der schleppende Konjunkturverlauf spiegelte zum Teil die Fortsetzung des oben erwähnten weltweiten Abschwungs wider. Zusätzlich zum Rückgang der Auslandsnachfrage war die Inlandsnachfrage in der Gemeinschaft aufgrund der Kürzung der privaten Investitionen und der Verbrauchsausgaben ebenfalls gedämpft. Das Vertrauen der Konsumenten und Investoren verschlechterte sich vor dem Hintergrund der hohen realen Zinssätze in den meisten Mitgliedsländern. Eine Verlangsamung war besonders in Deutschland klar erkennbar, wo die Wirtschaftstätigkeit nach einem lebhaften ersten Quartal im westlichen Teil des Landes für den Rest des Jahres zurückging, während der östliche Teil nur einen mäßigen Anstieg verzeichnete. Das in Deutschland schwache Wachstum der Nachfrage trug zu der Verlängerung des Abschwungs in anderen Teilen der Gemeinschaft bei - im deutlichen Gegensatz zur Ankurbelung des Warenaustausches als Folge der Vereinigung. Unter den übrigen Ländern, die 1991 ein vergleichsweise hohes Wachstum aufwiesen, verzeichneten Spanien und die Niederlande eine beträchtliche Verlangsamung. Im Gegensatz dazu trat in Frankreich eine leichte Erholung ein, die hauptsächlich auf ein gutes Exportergebnis zurückzuführen war, wenngleich das Wachstum deutlich unterhalb des Potentials blieb.

Anderswo in der Gemeinschaft blieb die Wirtschaftstätigkeit weiterhin sehr gedämpft. Insbesondere in Großbritannien trug der hohe Verschuldungsgrad des privaten Sektors in Verbindung mit sinkenden Immobilienpreisen zu einem weiteren Produktionsrückgang bei, wenn dieser auch geringer war als 1991 (siehe Tafel 1 auf Seite 13). Die verhaltene Wirtschaftsentwicklung in der Gemeinschaft hatte ungünstige Auswirkungen auf den Arbeitsmarkt. Als Ergebnis stieg die Arbeitslosigkeit in fast allen Mitgliedstaaten an und erreichte am Ende des Jahres im Durchschnitt 10% (siehe Tabelle R 2 auf Seite 39). Obwohl die Unterschiede in den Wachstumsraten zwischen den Ländern der Gemeinschaft weniger ausgeprägt waren als im Vorjahr, vergrößerte sich die Spannweite zwischen dem tatsächlichen Stand der Produktion und seinem Trendverlauf im Jahre 1992 zusätzlich (siehe Tabelle 2).

Die durchschnittliche Inflationsrate in der Gemeinschaft ging weiter von 5,1% im Jahr 1991 auf 4,3% im Jahr 1992 zurück (siehe Tabelle R 3). Die vergleichsweise hartnäckig anhaltende Inflation war im wesentlichen zurückzuführen auf Kostenerhöhungen im Inland sowie auf den Anstieg der Preise bei den nicht handelbaren Gütern und im Dienstleistungssektor der nationalen Volkswirtschaften, wo im allgemeinen ein geringe-

TABELLE 2: PRODUKTIONSUNTERSCHIEDE UND KONJUNKTURELLE ABWEICHUNGEN

| Position   |          | Deutsch-<br>land (West) | Frankreich | Italien | Groß-<br>britannien | Streuung (a) |
|--|----------|-------------------------|------------|---------|---------------------|--------------|
| 1 BIP gemessen am<br>Trendniveau<br>(OECD-Schätzung)       | 1989     | 100,9                   | 101,8      | 101,2   | 102,9               | 0,9          |
|  | 1990     | 103,5                   | 101,6      | 100,9   | 102,1               | 1,1          |
|  | 1991     | 104,7                   | 100,3      | 99,9    | 97,5                | 3,0          |
|  | 1992 (b) | 102,9                   | 99,7       | 98,6    | 94,1                | 3,6          |
| 2 Reales BIP in Relation<br>zu Deutschland<br>(1989 = 100) | 1989     | 100,0                   | 100,0      | 100,0   | 100,0               | -            |
|  | 1990     | 100,0                   | 97,3       | 97,2    | 95,7                | 1,8          |
|  | 1991     | 100,0                   | 94,7       | 95,1    | 90,0                | 4,1          |
|  | 1992 (b) | 100,0                   | 95,0       | 94,6    | 88,1                | 4,9          |
| 3 Wachstumsraten<br>des realen BIP                         | 1989     | 3,4                     | 4,7        | 2,9     | 2,1                 | 1,1          |
|  | 1990     | 5,1                     | 2,3        | 2,2     | 0,6                 | 1,9          |
|  | 1991     | 3,7                     | 0,9        | 1,4     | -2,5                | 2,6          |
|  | 1992 (b) | 1,5                     | 1,8        | 1,0     | -0,6                | 1,1          |

Quelle: Nationale Angaben, OECD

(a) Ungewichtete Standardabweichung (b) Geschätzt

rer Wettbewerbsdruck herrscht (siehe Tafel 2 auf Seite 15). Obwohl sich das nominale Wachstum der Löhne in der Gemeinschaft insgesamt abschwächte, blieb es in den meisten Ländern über 5% (siehe Tabelle R 4). Außerdem setzte sich die Vergrößerung der Gewinnspannen in mehreren Mitgliedstaaten fort. Ferner trugen Erhöhungen bei den indirekten Steuern oder den Gebühren für öffentliche Dienstleistungen zur Anpassung der Konsumentenpreise nach oben bei; dies gilt vor allem für Deutschland, Griechenland, Spanien, die Niederlande und Portugal.

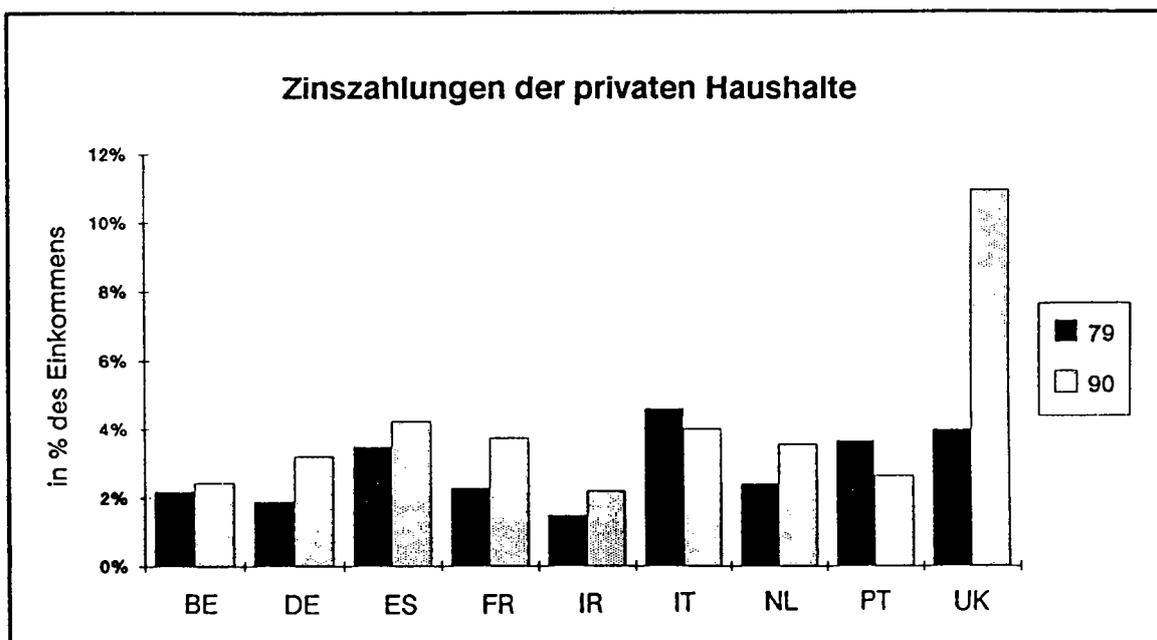
Die Streuung der Inflationsraten in der Gemeinschaft verminderte sich 1992 nochmals. Wie im Vorjahr war diese Verminderung jedoch teilweise auf einen Anstieg in Deutschland zurückzuführen, wo die Inflation im westlichen Teil des Landes im Durchschnitt 4% betrug, im Vergleich zu 3,5% im Jahre 1991. In Ostdeutschland waren die Preissteigerungen im Rahmen der Anpassung von Mieten und anderen Preisen an Marktpreise deutlich stärker. Im Gegensatz dazu verringerte sich die Inflation in Großbritannien deutlich von 5,9% auf 3,7%, da die Rezession anhielt und die Arbeitslosigkeit steil anstieg. Von den anderen Ländern mit vergleichsweise hohen Inflationsraten im Jahre 1991 verzeichneten Griechenland, Italien und Portugal ebenfalls bedeutende Rückgänge; allerdings war der Preisanstieg in Spanien unverändert, wobei die Mehrwertsteuererhöhung um 3 Prozentpunkte durch eine Verringerung der Inflationsrate vor Steuern ausgeglichen wurde. In den übrigen Ländern, die in den letzten Jahren nur eine vergleichsweise niedrige Inflation aufwiesen, konnte ein leichter Rückgang festgestellt werden.

Für die Gemeinschaft insgesamt verschlechterte sich die Lage der öffentlichen Haushalte 1992, wobei das Verhältnis der gesamten Kreditaufnahme der

## TAFEL 1: VERSCHULDUNG DES PRIVATEN SEKTORS IN DEN EWG-LÄNDERN

Die Struktur der Bilanzen der Haushalte und Unternehmen hat einen bedeutenden Einfluß auf das Konsum- und Investitionsverhalten und auf die Reagibilität der Gesamtnachfrage auf Änderungen der Zinssätze. Es gibt deutliche Anhaltspunkte dafür, daß es in den EG-Ländern signifikante Unterschiede in der Höhe der privaten Verschuldung gibt.

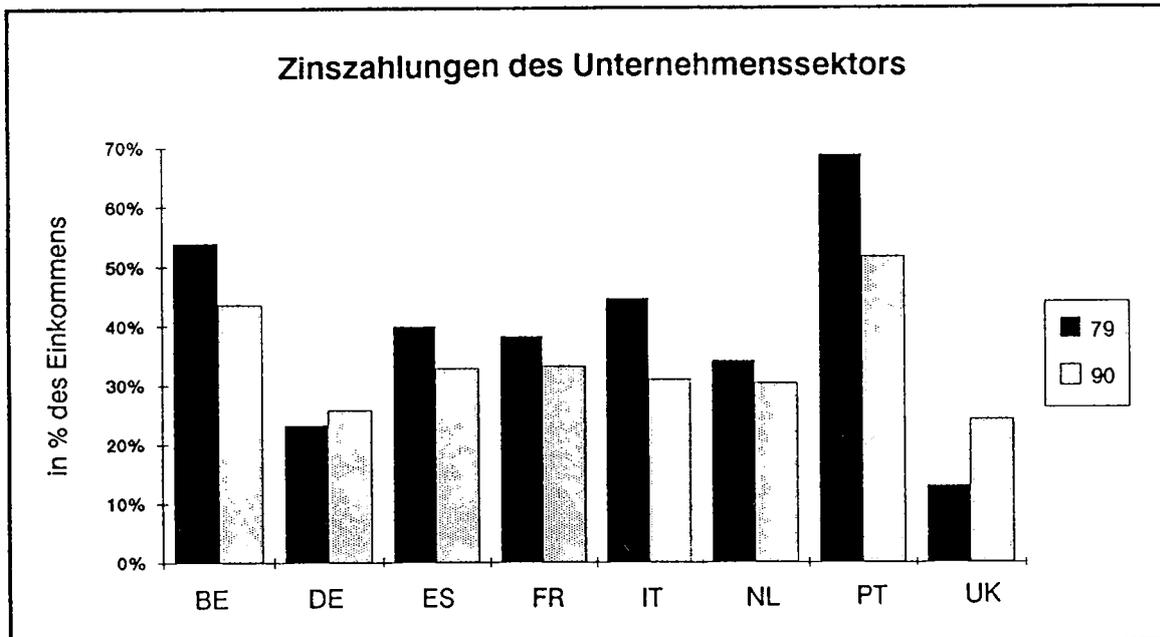
Der Verschuldungsgrad der privaten Haushalte in Großbritannien übersteigt bei weitem denjenigen in den anderen EG-Ländern. Vor dem Hintergrund einer Deregulierung des Finanzbereichs, stetiger Einkommenserwartungen und stark steigender Preise für Vermögenswerte sind die Schulden der privaten Haushalte Großbritanniens in den 80er Jahren stark gestiegen. Im Jahre 1990 beliefen sie sich auf 78 % des Bruttoeinkommens. Ein Großteil der kurz- und langfristigen Kreditaufnahme erfolgte zu variablen Zinssätzen. Dagegen belief sich die Verschuldung der Privaten in Frankreich auf 45 % und in Deutschland auf 37 % des Einkommens. In beiden Ländern handelt es sich überwiegend um langfristige Ausleihungen zu Festzinssätzen. Eine Folge dieser hohen privaten Verschuldung in Großbritannien - die 1990 noch durch ein hohes Nominalzinzniveau verschärft wurde - ist, daß die Höhe der Zinszahlungen in Relation zum Einkommen größer ist als bei anderen Ländern der Gemeinschaft und wesentlich über dem Niveau der späten 70er Jahre liegt (siehe untenstehende Graphik) <sup>1</sup>.



Auf der Vermögensseite haben die Schwankungen des Immobilienvermögens - eine bedeutende Komponente der Privatvermögen - auch stark variiert. In Deutschland sind die Hauspreise in den letzten Jahren erheblich gestiegen, seit 1986 etwa um 30 %. In Frankreich sind die Preise, nach einem kräftigen Anstieg in den vorangegangenen Jahren, 1991 und 1992 etwas gefallen. Das Zusammenwirken von hohen Zinsen und gedämpfter Konjunktur hat in Großbritannien zu starkem Preisverfall bei Häusern geführt, die seit dem Boom von 1989 um etwa 14 % gesunken sind. Über 1 Million Haushalte befinden sich nun in einer Situation, in der der Wert ihres Grundbesitzes geringer ist als die ausstehende Hypothekenschuld.

Fortsetzung--

1990 belief sich der Grad der Verschuldung der nicht-finanziellen Unternehmen auf 332 % des Einkommens dieses Sektors in Frankreich, auf 206 % in Deutschland und auf 144% in Großbritannien. Diese unterschiedlichen Ergebnisse spiegeln eine Anzahl wirtschaftlicher und institutioneller Merkmale wider, wie z.B. die jeweilige Vorliebe für Fremd- oder Eigenfinanzierung. Die Relation zwischen Zinszahlungen und Unternehmenserträgen unterscheiden sich in den Mitgliedsländern der Gemeinschaft sehr deutlich (siehe untenstehendes Schaubild); sie variieren zwischen 53% in Portugal und 24% in Großbritannien. Diese Daten stellen nützliche Informationen dar, wobei beachtet werden sollte, daß in den meisten EG-Ländern (ausgenommen Großbritannien und Irland) die Mehrzahl der Unternehmenskredite zu festen Zinssätzen abgeschlossen werden.



Die oben wiedergegebenen Informationen legen eine Reihe von Schlußfolgerungen nahe. Es scheint, daß die Kombination von hohen Schulden und fallenden Hauspreisen in Großbritannien zu einer weniger "gesunden" Bilanz der Haushalte geführt hat als in anderen EG-Ländern. Dies läßt in der Verbindung mit überwiegend variabel verzinsten Krediten darauf schließen, daß das Ausgabenverhalten der Haushalte in Großbritannien auf Zinsänderungen wahrscheinlich elastischer reagiert. Zusätzlich zeigt sich, daß die Anstrengungen der Haushalte in Großbritannien, ihre Bilanz durch Ausgabenkürzungen und Schuldenabbau zu verbessern, zur Konjunkturschwäche beigetragen haben. In den anderen EG-Ländern gibt es wenig Anhaltspunkte dafür, daß die Umstrukturierung der Vermögensbilanz das Konsumverhalten der Haushalte in den letzten Jahren deutlich beeinflusst hat. In bezug auf den Unternehmenssektor gibt es erhebliche Unterschiede bei der Schuldenhöhe und den Zinszahlungen. Das legt den Schluß nahe, daß der Einfluß von Zinsänderungen zwischen den Mitgliedsländern beachtlich variiert. Außerdem ist es erwähnenswert, daß die in vielen Ländern mit hohem Verschuldungsgrad verbreitete Praxis der Verschuldung zu Festzinskonditionen sowohl Haushalte als auch Unternehmen in gewissem Umfang gegen die Wirkungen der Änderungen der kurzfristigen Zinssätze abschirmt.

<sup>1</sup> In obigen Schaubildern beziehen sich die Daten für Belgien und Portugal auf 1979 und 1989; für Spanien auf 1981 und 1990; und für Italien auf 1980 und 1988.

## TAFEL 2: SEKTORALE INFLATIONSTRENDS

Ein auffallendes Merkmal der jüngsten Preisentwicklungen in den meisten Ländern der Gemeinschaft ist der große Unterschied zwischen den Inflationsraten in denjenigen Sektoren, die Güter für den internationalen Markt produzieren und in jenen Sektoren, die hauptsächlich Konsumgüter bzw. Dienstleistungen für den Binnenmarkt herstellen, und damit unter geringerem Wettbewerbsdruck stehen (vergleiche untenstehende Tabelle).

In den letzten Jahren wurden - unter dem Einfluß wachsenden Wettbewerbs auf den Weltmärkten im Bereich der handelbaren Güter - beachtliche Fortschritte in Richtung größerer Konvergenz der Inflationsraten auf niedrigem Niveau erzielt. Vorläufige Untersuchungen legen jedoch nahe, daß dieses Ergebnis teilweise auf einen anhaltenden Rückgang der Gewinnmargen oder der Lohnquoten in einigen Ländern zurückzuführen ist, der mittelfristig möglicherweise schwer durchzuhalten sein wird.

Im allgemeinen liegen die Inflationsraten in den abgeschirmteten Sektoren weit über denen des Sektors der handelbaren Güter, insbesondere in den Ländern mit einer höheren durchschnittlichen Inflationsrate. Tatsächlich lag der Unterschied zwischen den beiden Raten 1992 in der Gemeinschaft insgesamt etwa auf dem höchsten Niveau seit 10 Jahren. Die Preise der nicht handelbaren Güter stiegen typischerweise schneller als die der handelbaren Güter. Die Differenzen erklären sich aus Unterschieden in den Produktionstechniken und der Intensität des Wettbewerbs in den beiden Sektoren. Außerdem können auch Verschiebungen hin zu einer größeren Nachfrage nach Dienstleistungen im Gefolge von Einkommenssteigerungen Einfluß auf die relativen Preisbewegungen gehabt haben. In einigen Ländern deuten die beachtlichen sektoralen Inflationsunterschiede zusammen mit der größeren Widerstandskraft der Inflation in den abgeschirmteten Sektoren auf das Vorhandensein von Strukturproblemen hin, die den Inflationsrückgang behindern. In diesen Ländern würden politische Maßnahmen zur Förderung des Wettbewerbs und zur Steigerung der Produktivität in den abgeschirmteten Sektoren folglich die Wirksamkeit der Geld- und Fiskalpolitik bei der Verwirklichung der Preisstabilität fördern.

### UNTERSCHIEDE DER INFLATIONSTRENDS ZWISCHEN HANDELBAREN UND NICHT HANDELBAREN GÜTERN (a)

| Land               | Prozentpunkte |      |             |                           |                           | Nachrichtlich:   |  |
|--------------------|---------------|------|-------------|---------------------------|---------------------------|--|--|
|                    | 1990          | 1991 | 1992<br>(b) | Durchschnitt<br>1982-1986 | Durchschnitt<br>1987-1991 | in %   |  |
|                    |               |      |             |                           |                           | Inflation im<br>Bereich der nicht<br>handelbaren Güter<br>1992 (b) | Inflation im<br>Bereich der<br>handelbaren Güter<br>1992 (b) |
| Belgien            | 0,6           | 1,4  | 1,8         | -0,7                      | 0,1                       | 4,2  | 2,4  |
| Dänemark           | -0,1          | 1,4  | 3,3         | 0,9                       | 1,3                       | 3,5  | 0,2  |
| Deutschland (West) | 0,7           | 0,6  | 2,8         | 1,6                       | 1,2                       | 5,5  | 2,7  |
| Griechenland       | 3,6           | 5,0  | 4,5         | 0,3                       | 5,5                       | 19,2   | 14,7   |
| Spanien            | 6,8           | 7,5  | 4,3         | 0,3                       | 5,3                       | 8,8  | 4,5  |
| Frankreich         | 3,4           | 1,9  | 2,9         | 1,0                       | 3,3                       | 4,5  | 1,6  |
| Irland             | 2,0           | 1,5  | 1,4         | 2,8                       | 1,5                       | 3,9  | 2,5  |
| Italien            | 5,4           | 4,9  | 4,7         | 4,5                       | 4,2                       | 7,5  | 2,8  |
| Niederlande        | 1,5           | 2,6  | 1,5         | 1,4                       | 1,5                       | 4,1  | 2,6  |
| Portugal           | 10,1          | 7,1  | 3,8         | 1,1                       | 3,3                       | 11,2   | 7,4  |
| Großbritannien     | 1,8           | 3,4  | 3,5         | 1,4                       | 2,0                       | 7,3  | 3,8  |
| EWG Durchschnitt   | 3,1           | 3,2  | 3,4         | 1,8                       | 2,8                       | 6,6  | 3,2  |
| EWG Streuung (c)   | 2,3           | 2,1  | 0,9         | 1,4                       | 1,5                       | 2,4  | 1,9  |

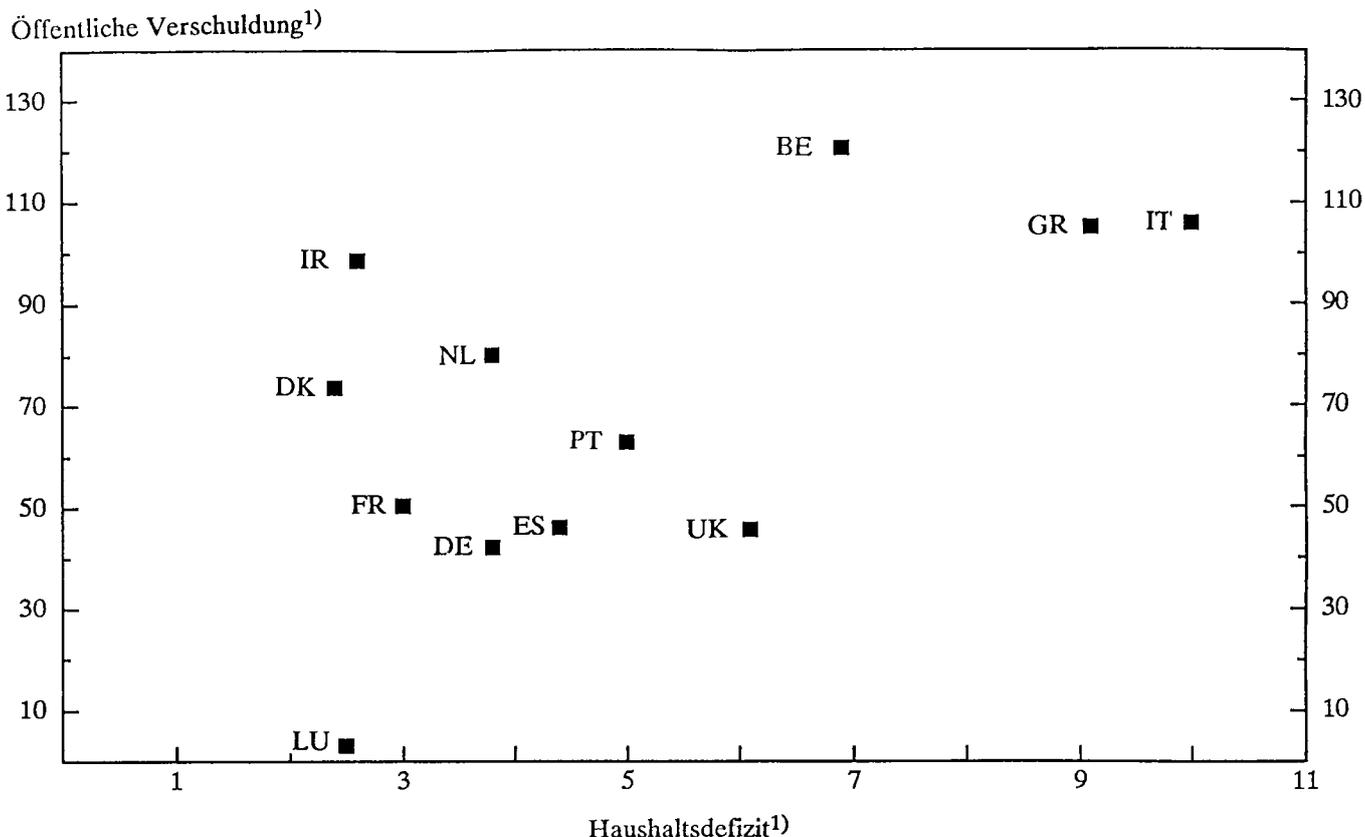
(a) Von den Zentralbanken gelieferte nationale Näherungswerte. Da diese unterschiedlich sind, sollten Ländervergleiche und die aggregierte Schätzung für die Gemeinschaft mit Vorsicht interpretiert werden. Für Luxemburg sind keine Daten verfügbar (b) Teilweise geschätzt.  
(c) Gewichtete Standardabweichung.

öffentlichen Hand zum BIP von 4,7% im Vorjahr auf 5,3% anstieg (siehe Tabelle R 5). Die Zunahme des Haushaltsdefizits war besonders auffallend in Großbritannien, wo sich das Defizit mit über 6% des BIP mehr als verdoppelte. Der Hauptgrund waren ungünstige Einflüsse des Konjunkturzyklus auf Einnahmen und Ausgaben, aber auch diskretionäre Ankurbelungsmaßnahmen der Behörden. In Deutschland blieb das Defizit mit fast 4% des BIP nahezu unverändert, wobei die Folgekosten der Vereinigung den Haushalt weiterhin stark belasteten. Darüber hinaus verzeichneten die mit der öffentlichen Hand verbundenen Einrichtungen wie die Treuhand eine hohe Kreditaufnahme von insgesamt etwa 2% des BIP im Jahre 1992. Der Wachstumsrückgang in Deutschland trägt mit zu den Schwierigkeiten bei, den "policy mix" wieder in ein Gleichgewicht zu bringen. In Italien wurde zwar ein gewisser Abbau des Haushaltsdefizits erreicht, der jedoch wesentlich geringer ausfiel als ursprünglich geplant. Dies war teilweise auf gegenläufige zyklische Faktoren zurückzuführen. Angesichts der dringenden Notwendigkeit, wieder stabile öffentliche Finanzen herzustellen, wurde gegen Ende des Jahres ein größeres Paket haushaltspolitischer Maßnahmen verabschiedet. Obwohl viele dieser Maßnahmen struktureller Natur sind, werden mittelfristig weitere Kürzungen erforderlich sein, um einen ausreichenden Konsolidierungsgrad des Haushaltes zu erreichen. Anderswo in der Gemeinschaft waren Veränderungen beim Umfang der Defizite des öffentlichen Sektors eher begrenzt. Von den anderen Ländern mit hohen Defiziten verzeichneten Griechenland, Spanien und Portugal einen Rückgang bei der Kreditaufnahme, während Belgien, Dänemark, Frankreich, Luxemburg und die Niederlande einen geringen Anstieg aufwiesen. In den Ländern mit einem hohen öffentlichen Verschuldungsgrad stieg das Verhältnis der Verschuldung zum BIP in Belgien, Griechenland, Italien und den Niederlanden, verringerte sich jedoch weiter in Irland (siehe Schaubild 3).

Nach dem deutlichen Rückgang der Leistungsbilanzungleichgewichte in früheren Jahren hat sich die Spannweite unter den Mitgliedstaaten 1992 im Vergleich zum Vorjahr etwas erweitert, wenngleich das Niveau, gemessen an den jüngsten historischen Erfahrungen, vergleichsweise niedrig blieb (siehe Tabelle R 6). In den meisten Ländern waren die Leistungsbilanzsalden wenig verändert. Bemerkenswerte Entwicklungen im Jahre 1992 waren ein weiterer Anstieg des Überschusses in Dänemark und Irland, die Erzielung eines kleinen Überschusses in Frankreich und die fast vollständige Beseitigung des Defizits in Portugal sowie die Erhöhung des Defizits in Griechenland, Spanien, Italien und Großbritannien. Insgesamt blieb das Leistungsbilanzdefizit der Gemeinschaft gegenüber dem Rest der Welt unverändert bei 1% des BIP.

Bis auf Griechenland, für das eine Ausnahmeregelung gilt, hatten alle Mitgliedsländer die Kapitalverkehrsbeschränkungen in Übereinstimmung mit dem Gemeinschaftsrecht bis Ende 1992 aufgehoben.

**SCHAUBILD 3: LAGE DER GESAMTHAUSHALTE 1992**  
(in % des nominalen BIP)



Quelle: Nationale Angaben, EG-Kommission.

1) Die geschätzten Werte sind nicht unbedingt konsistent mit den Prinzipien und Definitionen, auf denen das Verfahren bei einem übermäßigen Defizit gemäß dem Maastricht-Vertrag beruht. Diese werden noch mit dem Ziel der Harmonisierung diskutiert.

## 2 MONETÄRE ENTWICKLUNG UND ENTWICKLUNG DER WECHSELKURSE

Im Einklang mit dem gemeinsamen Ziel der Währungsbehörden, die Konvergenz in Richtung Preisstabilität zu fördern, waren die Geldpolitiken 1992 darauf ausgerichtet, einen weiteren Inflationsrückgang zu unterstützen.

Obwohl die wirtschaftlichen Bedingungen in den einzelnen Ländern der Gemeinschaft nach wie vor erheblich voneinander abweichen, mit beträchtlichen Unterschieden im Konjunkturverlauf und im Preis- und Kostendruck, hat die zunehmende gegenseitige finanzielle Interdependenz der Länder des EWS-Wechselkursmechanismus den Spielraum für eine differenzierte Geldpolitik deutlich verringert. Angesichts der zentralen Rolle der deutschen Geldpolitik für die Festsetzung der monetären Bedingungen in der Gemeinschaft hat der zur Begrenzung des starken Inflationsdrucks in Deutschland erforderliche restriktive Kurs die Grundhaltung der Geldpolitik

in der gesamten Region bestimmt. In Ländern mit niedriger oder rasch sinkender Inflation und schwacher Wirtschaftstätigkeit hat dies den Konflikt zwischen internen und externen Zielen der Politik verschärft, da der zur Aufrechterhaltung der Wechselkursstabilität notwendige wirtschaftspolitische Kurs oft restriktiver war, als es angesichts der binnenwirtschaftlichen Bedingungen wünschenswert gewesen wäre.

In der zweiten Hälfte des Jahres wurde das Dilemma für die Politik durch beispiellose Spannungen im EWS-Wechselkursmechanismus verstärkt, als sich die Marktteilnehmer zunehmend darüber beunruhigt zeigten, daß sich Wechselkursanpassungen angesichts der unzureichenden Konvergenz und der allgemein empfundenen wirtschaftspolitischen Zielkonflikte, denen sich die Regierungen gegenübersehen, als unvermeidlich erweisen könnten. Die Verteidigung der Paritäten wurde angesichts spekulativer Attacken zeitweilig der wichtigste Bestimmungsfaktor für die Festsetzung der nationalen monetären Bedingungen. Die geldpolitischen Reaktionen auf die unter Druck geratenen Wechselkurse führten zu einem deutlichen Anstieg der Zinsdifferenzen gegenüber Deutschland. Die größere Freiheit in Italien und Großbritannien, die Geldpolitik nach Suspendierung der Teilnahme am EWS-Wechselkursmechanismus Mitte September in Übereinstimmung mit den binnenwirtschaftlichen Bedingungen festzulegen, wurde zur Herabsetzung der kurzfristigen Zinssätze genutzt. In Großbritannien wurden die Sätze deutlich unter das deutsche Niveau gesenkt, während in Italien die Kürzungen zu einem spürbaren Rückgang der Zinsdifferenz gegenüber Deutschland führten.

In diesem Abschnitt wird der geldpolitische Kurs zunächst anhand einer kurzen Beschreibung der Entwicklung in den monetären Aggregaten und des allgemeinen Trends der Zinssätze beschrieben. Anschließend wird die Aufmerksamkeit auf die Wechselkursbewegungen gelenkt, die 1992, wie oben erwähnt, einen größeren Einfluß auf die Entwicklung der nationalen monetären Bedingungen ausgeübt haben.

## **2.1 Geldpolitischer Kurs**

### *Monetäre Aggregate*

In der Gemeinschaft hatte sich das Wachstum der weitgefaßten Geldmengenaggregate im Verlauf von 1990 und 1991 erheblich verlangsamt. Hierin spiegelte sich die restriktive Geldpolitik und der Rückgang des nominalen Nachfragewachstums wider. Nach einer Beschleunigung der monetären Expansion in der ersten Jahreshälfte 1992 in einer Reihe von Ländern gab es im späteren Verlauf des Jahres, als sich die nominalen Ausgaben weiterhin abschwächten, erneute Anzeichen für eine grundlegende Verlangsamung. In den meisten Ländern, die Geldmengenziele bekanntgeben, bewegte sich das Ergebnis innerhalb oder in der Nähe des festgelegten Zielkorridors (siehe Tabelle 3). Im Gegensatz dazu wuchs das weitgefaßte Geldmengenaggregat in Deutschland 1992 kräftig, insbesondere im Herbst. Die Folge

war, daß das Geldmengenziel erheblich überschritten wurde. Über das gesamte Jahr entwickelte sich das Geldmengenwachstum in der Gemeinschaft ähnlich wie 1991 (siehe Tabelle R 7).

TABELLE 3: GELDMENGENAGGREGATE: ZIELE UND ERGEBNISSE (a)

A. Länder, die Ziele für das Geldmengenwachstum festlegen

| Land           | Zielvariable | 1991    |                 | 1992      |          | 1993    |
|----------------|--------------|---------|-----------------|-----------|----------|---------|
|                |              | Ziel    | Ergebnis        | Ziel      | Ergebnis | Ziel    |
| Deutschland    | M3           | 3-5 (b) | 5,2             | 3,5-5,5   | 9,4      | 4,5-6,5 |
| Griechenland   | M3           | 14-16   | 12,3            | 9-12 (c)  | 15,0     | 9-12    |
| Spanien        | M3           | -       | -               | 7-11 (c)  | 4,3 (f)  | 4-7     |
|                | ALP          | 7-11    | 12,1 (10,8) (d) | 8-11 (c)  | 5,1 (f)  | 4,5-7,5 |
| Frankreich     | M3           | 5-7     | 3,8             | 4-6       | 5,9      | 4-6,5   |
| Italien        | M2           | 5-8     | 9,0             | 5-7 (c)   | 5,9      | 5-7     |
| Portugal       | M3           | -       | -               | 12-15 (c) | 16,0     | -       |
|                | L-           | 12,0    | 19,1            | 12-16     | 12,5     | -       |
| Großbritannien | M0           | 0-4     | 2,3             | 0-4       | 3,8 (g)  | ..      |

B. Länder, die Ziele für die inländische Komponente des Geldmengenwachstums festlegen

| Land        | Zielvariable   | 1991 |          | 1992 |          | 1993 |
|-------------|----------------|------|----------|------|----------|------|
|             |                | Ziel | Ergebnis | Ziel | Ergebnis | Ziel |
| Dänemark    | DMC (e)        | 4-7  | 1,4      | 4-7  | -9,1     | -    |
| Niederlande | Bank's DMC (e) | 7-8  | 11,2     | 7-8  | 10,6     | -    |

Quelle: Nationale Angaben

"-" Kein Ziel festgelegt.

(a) Die Ziele werden jeweils für ein Kalenderjahr festgelegt (4. Quartal des Vorjahres bis 4. Quartal des lfd. Jahres oder Dezember des Vorjahres bis Dezember des jeweils lfd. Jahres) außer in UK (von März des Vorjahres bis März des jeweils lfd. Jahres). In den Spalten "Ergebnis" werden die jeweiligen Wachstumsraten der entsprechenden Zielvariablen angegeben. In Belgien, Irland und Luxemburg, sowie für 1993 in Dänemark, den Niederlanden und Portugal wird kein Geldmengenziel festgelegt. (b) Revidiert von 4-6% anlässlich der halbjährlichen Zielgrößenüberprüfung. (c) Das Ziel bezieht sich auf eine geänderte Definition des Aggregats. (d) Zahlen in Klammern entsprechen der tatsächlichen Entwicklung im Jahre 1991 auf Basis der revidierten, 1992 angewandten Definition. (e) Geldschöpfung im Inland (Dänemark: Wachstum der Kredite an Gebietsansässige in Landeswährung + Bestand an Schuldverschreibungen in Landeswährung-Sondereinlagen". Niederlande: Wachstum der "Kredite an inländischen privaten Sektor + langfristige Kredite an öffentliche Haushalte - inländische nichtmonetäre Verbindlichkeiten") (f) Unter Berücksichtigung außergewöhnlicher finanzieller Verlagerungen im Januar 1992 lauten die entsprechenden Zahlen: M3: 5,5% und ALP: 6,4%. (g) März-Dezember 1992 auf Jahresbasis umgerechnet.

In Deutschland setzte sich 1992 - hauptsächlich unter dem Einfluß der raschen Kreditexpansion - die Beschleunigung des monetären Wachstums fort. Die Gewährung von Zinssubventionen auf breiter Front, vor allem für Investitionen in Ostdeutschland, trug mit zu der starken Kreditnachfrage bei. Die außergewöhnlich große Nachfrage nach Bargeld und der Anreiz, kurzfristige liquide Vermögenswerte zu halten, da die kurzfristigen Zinsen über den langfristigen Renditen lagen (inverse Zinsstruktur), übten ebenfalls einen expansiven Einfluß auf das monetäre Aggregat aus. In der zweiten Hälfte des Jahres führten die durch die Krise auf den Devisenmärkten bedingten gewaltigen Kapitalzuflüsse zu einem weiteren Anstieg im Wachstum des

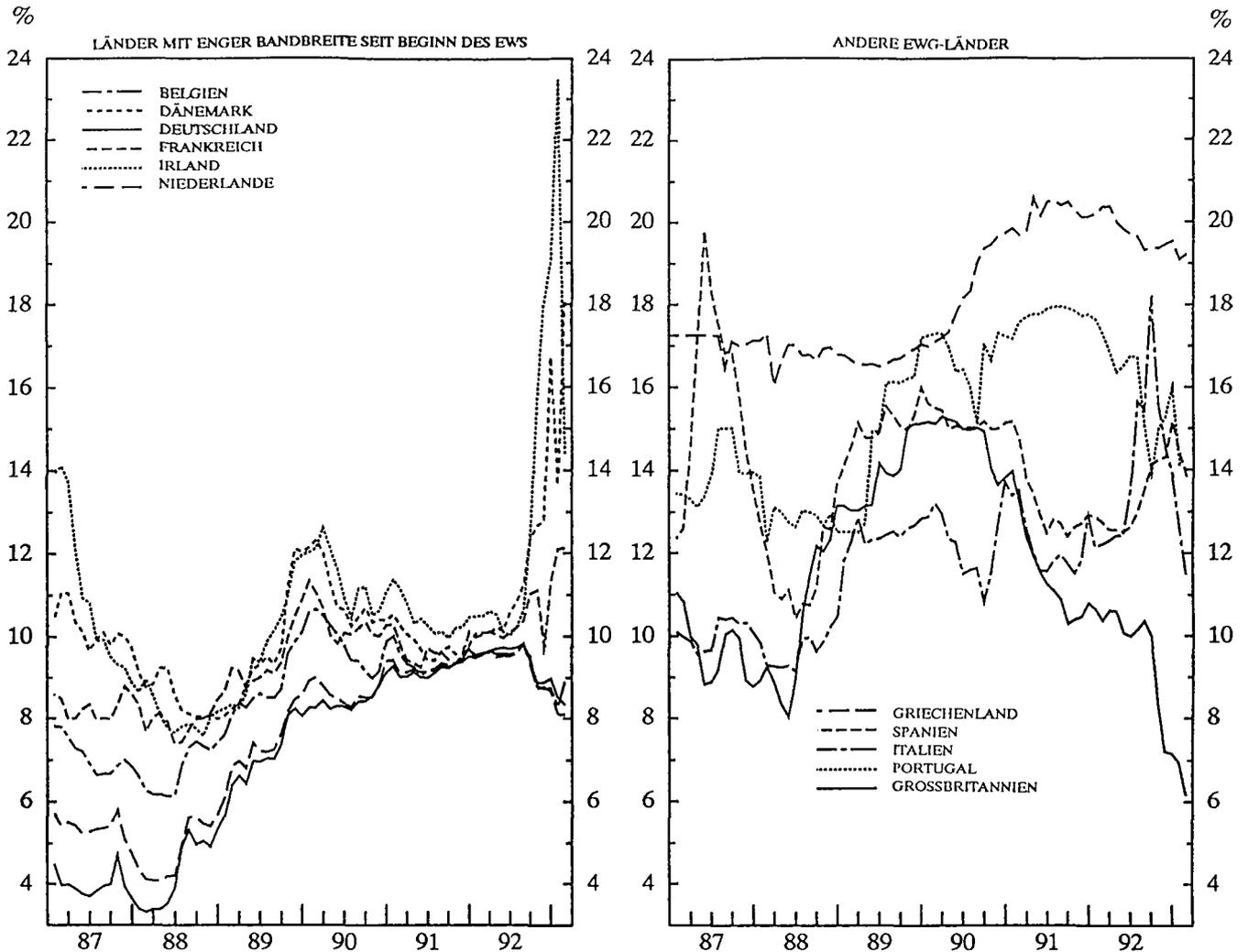
Geldangebots, obwohl diese Bewegung im November und Dezember teilweise wieder rückgängig gemacht wurde.

In den anderen Ländern, die Geldmengenziele festsetzen, waren die Entwicklungen durch eine Reihe von Sonderfaktoren beeinflusst. Portfolio-Umschichtungen waren in Frankreich von Bedeutung, wo das Geldangebot zeitweilig durch den Renditeanstieg bei den in der weitgefaßten Geldmenge enthaltenen zinsbringenden Vermögenswerten im Vergleich zu den hierin nicht enthaltenen Vermögenswerten erhöht wurde. Portfolio-Umschichtungen waren auch in Spanien von Bedeutung, wo diese Portfoliobewegungen - im Gegensatz zu Frankreich - die nicht in der Definition der weitgefaßten Geldmenge enthaltenen Vermögenswerte betrafen. In Italien war die Kreditnachfrage im ersten Halbjahr lebhaft, was letzten Endes mit dem hohen Haushaltsdefizit zusammenhängt. Die Kredite an den privaten Sektor gingen angesichts des Zinsanstiegs und des langsameren Wirtschaftswachstums in der zweiten Jahreshälfte deutlich zurück. In Portugal kam es in der Zeit vor dem Beitritt zum EWS-Wechselkursmechanismus im April zu außergewöhnlich hohen Kapitalzuflüssen. In Großbritannien blieb das enggefaßte Geldmengenaggregat 1992 im Zielkorridor, während das Wachstum der weitgefaßten Geldmenge, bedingt durch die Stagnation der Wirtschaftstätigkeit, auf historisch niedrige Raten zurückfiel. In all diesen Ländern gerieten jedoch die Währungen in der zweiten Jahreshälfte unter erheblichen Abwertungsdruck, der bezeichnenderweise von Kapitalabflüssen begleitet war, die das monetäre Wachstum dämpften.

#### *Zinssätze*

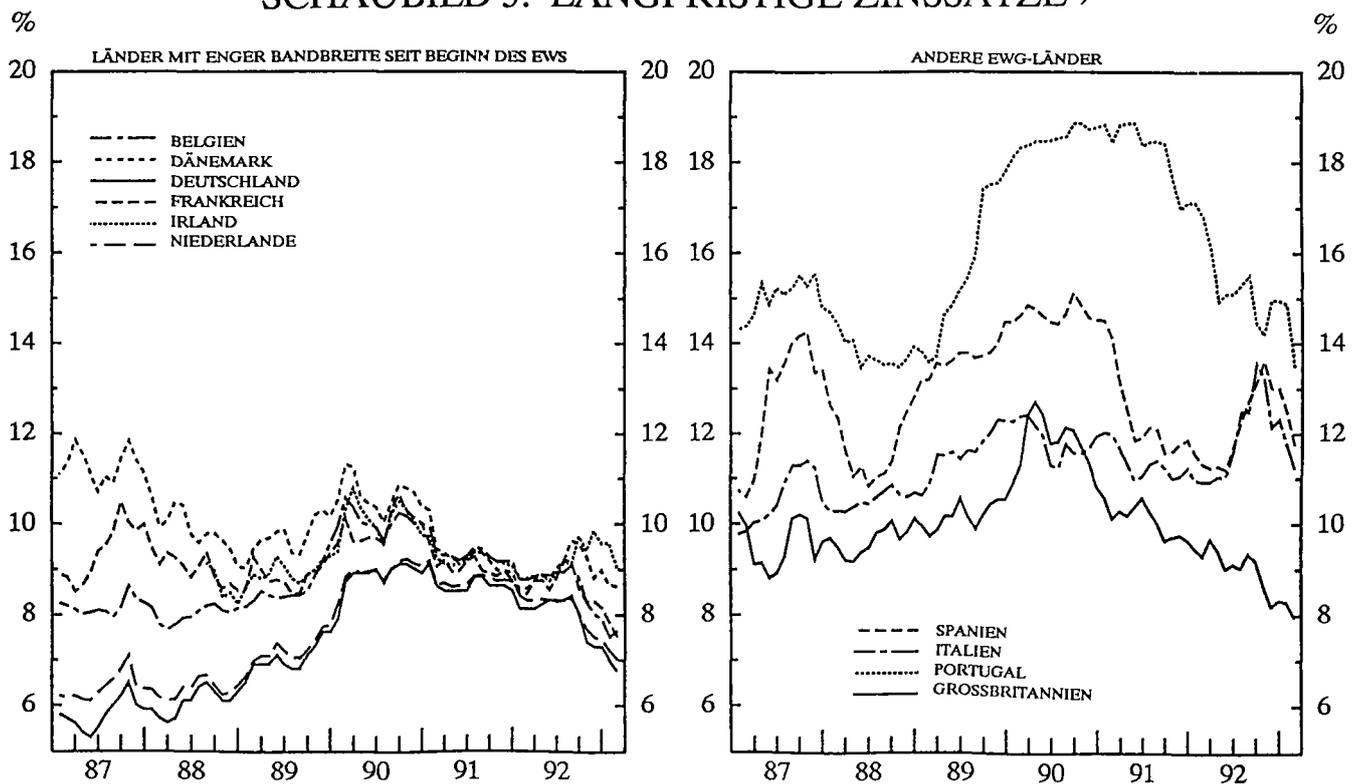
In den Anfangsmonaten des Jahres 1992 waren die kurzfristigen Zinsen in der Gemeinschaft im allgemeinen höher als in der zweiten Hälfte des Jahres 1991 (siehe Schaubild 4). Im Dezember 1991 waren die Zinsen in Deutschland angehoben worden, um dem Inflationsdruck entgegenzuwirken. Zur Aufrechterhaltung der Wechselkursstabilität führte die Aufwärtsbewegung der deutschen Zinssätze in allen am EWS-Wechselkursmechanismus teilnehmenden Ländern, mit Ausnahme von Großbritannien, zu ähnlichen Reaktionen. Gleichwohl stand der Anstieg im Widerspruch zu den in mehreren Ländern vorherrschenden Bedingungen einer schwachen Wirtschaftstätigkeit und niedriger oder rasch fallender Inflation. Folglich kam es im Frühjahr, als es die Wechselkurse erlaubten, in einer Anzahl von Ländern zu einem leichten Rückgang der offiziellen Zinssätze, und in Frankreich wurden die Mindestreserven zur Verminderung der Kreditkosten gesenkt. Als Konsequenz verringerte sich der Unterschied in den kurzfristigen Zinsen gegenüber der D-Mark weiter und folgte damit dem Trend der vergangenen Jahre. Da jedoch die Unterschiede bereits auf ein historisch niedriges Niveau gesunken waren, ergab sich wenig Spielraum für einen zusätzlichen Rückgang der Zinsen angesichts der Auffassung der Marktteilnehmer, daß

## SCHAUBILD 4: KURZFRISTIGE ZINSSÄTZE<sup>1)</sup>



1) Inländische Dreimonats-Geldmarktsätze. Bei Portugal weist der Dreimonats-Schatzwechselsatz im Mai 1989 einen Bruch auf, da die Schatzwechsel mit einer 20% igen Steuer belegt wurden.

## SCHAUBILD 5: LANGFRISTIGE ZINSSÄTZE<sup>1)</sup>



1) Regierungs- oder sonstige öffentliche Anleihen. Bei Portugal Umlaufrendite indexierter öffentlicher Anleihen, die im September 1989 mit einer 20% igen Steuer belegt wurden. Im Falle Griechenlands ist kein langfristiger Zinssatz verfügbar.

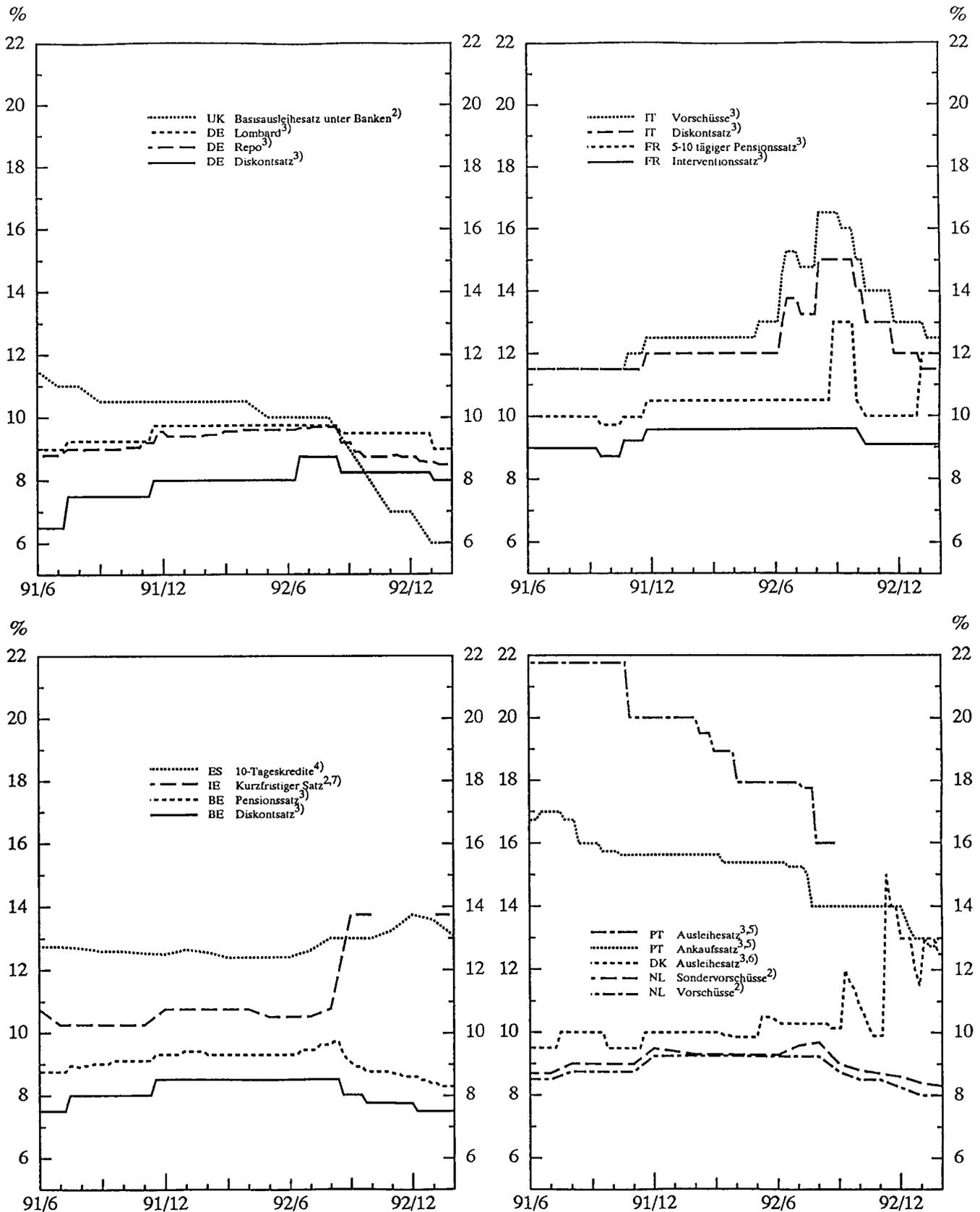
die deutschen Zinssätze tendenziell die Untergrenze für die Sätze in der Gemeinschaft bilden. Dahinter stand die Annahme, daß die D-Mark die härteste Währung bleiben würde. In dieser Phase sanken die langfristigen Zinsen im allgemeinen wenig, was wiederum zu einem steileren Anstieg des Inversionsgrades bei der Zinsstrukturkurve in den einzelnen Ländern führte (siehe Schaubild 5).

Die Bedingungen änderten sich in den Sommermonaten. Im Juli gab die Bundesbank durch die Erhöhung des Diskontsatzes um 0,75% zu verstehen, daß sie über die fortbestehende Beschleunigung des monetären Wachstums und den anhaltenden Inflationsdruck besorgt sei. Die Sätze für den Lombard und die Wertpapierpensionsgeschäfte wurden nicht verändert, um die Auswirkungen auf andere Länder der Gemeinschaft in Grenzen zu halten (siehe Schaubild 6). Die Geldmarktsätze in Deutschland stiegen nur geringfügig. Aber die Märkte interpretierten die Entscheidung der Bundesbank offensichtlich als Zeichen dafür, daß es keine Aussicht auf eine baldige Senkung der Zinsen in anderen Ländern des EWS-Wechselkursmechanismus gebe. In der Tat haben sich in diesem Zeitraum die Schwierigkeiten verstärkt, binnen- und außenwirtschaftliche Ziele zu verfolgen, da das Vertrauen der Märkte in die Aufrechterhaltung der Leitkurse sank. Vor dem Hintergrund weitgehend unveränderter Zinsen in Deutschland, den Niederlanden und Belgien stiegen angesichts des zusätzlichen Wechselkursrisikos die kurz- und langfristigen Zinsen in den anderen Ländern der Gemeinschaft. Die offiziellen Zinssätze wurden in einigen Ländern angehoben; am stärksten in Italien, wo der Druck auf den Wechselkurs am heftigsten war.

In den letzten Monaten des Jahres 1992 entwickelte sich aus den Spannungen eine größere Krise im EWS, die ausführlich im folgenden Abschnitt beschrieben wird. Die monetären Bedingungen wurden in denjenigen Ländern verschärft, deren Währungen einem Abwertungsdruck ausgesetzt waren, wenn auch der Zeitpunkt dieser Verschärfung von Land zu Land unterschiedlich war. Der Anstieg der kurzfristigen Zinssätze am Markt wurde von einer Erhöhung der langfristigen Zinssätze begleitet. Im Gegensatz dazu entspannte sich die monetäre Lage etwas in den Ländern, deren Währungen unter Aufwertungsdruck gerieten, da von einer Aufwertung dämpfende externe Einflüsse auf die Inflation erwartet wurden. Zwischen der ersten Leitkursanpassung und Ende September fielen die kurzfristigen Marktsätze in Deutschland um ungefähr 1%. Belgien und die Niederlande verzeichneten ähnliche Rückgänge. Die langfristigen Zinssätze sanken in diesen Ländern im Gleichschritt mit den kurzfristigen Zinssätzen und fielen auf den niedrigsten Stand seit 1989. In diesem Zeitraum vergrößerten sich die Zinsunterschiede in der Gemeinschaft erheblich, sowohl am kurzen als auch am langen Ende des Marktes.

Nachdem das Pfund Sterling aus dem EWS-Wechselkursmechanismus ausgeschieden war, wurden die offiziellen Zinssätze in Großbritannien - gemessen am Stand

# SCHAUBILD 6: OFFIZIELLE ZINSEN BZW. SCHLÜSSELZINSSÄTZE<sup>1)</sup>



1) Aus Skalierungsgründen ist für Griechenland kein Zinssatz wiedergegeben. Der maximale Überziehungssatz betrug seit Juli 1990 30%. Bis Ende Februar 1993 wurde er zweimal geändert: am 18. September 1992 auf 40% und am 23. Oktober 1992 auf 35%.

2) Monatsendstand      3) Wochenendstand      4) Monatsdurchschnitte

5) Satz für reguläre Operationen (eine Woche). Der Ausleihesatz wurde am 21. September 1992 ausgesetzt.

6) Ab April 1992 Satz für Einlagezertifikate.

7) Vom 23. November 1992 bis zum 5. Februar 1993 war die Fazilität ausgesetzt und ersetzt durch spezielle Vorschüsse zu einem 24-Stundensatz. Bis Ende 1992 wurde der 24-Stundensatz sechsmal geändert: am 23. November auf 30%; am 26. November auf 100%; am 2. Dezember auf 30%; am 7. Dezember auf 20%; am 15. Dezember auf 16% und am 23. Dezember auf 14%. Im Januar 1993 wurde der Satz sechsmal geändert: am 6. auf 50%; am 7. auf 100%; am 12. auf 30%; am 14. auf 15%; am 25. auf 14%; am 27. auf 100%. Am 1. Februar wurde er auf 14% geändert.

vor der Unruhe auf den Devisenmärkten - in mehreren Schritten um 4 Prozentpunkte gesenkt. Langsames Geldmengenwachstum, fallende Immobilienpreise und die gedämpfte Konjunktorentwicklung wurden als Anzeichen dafür angesehen, daß die monetären Bedingungen gelockert werden könnten, ohne das mittelfristige Ziel der Preisstabilität zu gefährden. Da die langfristigen Renditen deutlich weniger zurückgingen, wurde die Steigung der Renditekurve positiv. In Italien wurden die offiziellen Sätze - ausgehend von dem außergewöhnlichen Stand, der vor der anfänglichen Leitkursanpassung der Lira erreicht war - in weitgehend ähnlichem Umfang verringert. Aber im Gegensatz zu Großbritannien blieben die Marktsätze in etwa auf dem Stand von Anfang 1992.

## 2.2 Wechselkursentwicklungen

### *Zugrundeliegende Faktoren*

Das EWS hatte eine Periode von fünf Jahren ohne allgemeines Realignment erlebt. Von Zeit zu Zeit hatte es zwar Spannungen gegeben, aber die Behörden waren diesen erfolgreich begegnet. Die Wechselkursstabilität wurde bewahrt, obwohl es eine Reihe von Einflüssen gab, von denen man hätte annehmen können, daß sie im System gravierende Störungen hätten auslösen können. Insbesondere könnten hier folgende Punkte genannt werden:

- Konvergenzfortschritte in Richtung auf ein niedriges Inflationsniveau waren schwer zu verwirklichen. Relativ hohe Wachstumsraten bei Preisen und Löhnen bewirkten in einigen Gemeinschaftsländern in Verbindung mit unveränderten nominalen Wechselkursen beachtliche Verluste bei der internationalen Wettbewerbsfähigkeit.

- Die konjunkturellen Unterschiede wurden ausgeprägter. In den meisten Ländern der Gemeinschaft war die wirtschaftliche Aktivität 1991 sehr schwach und für eine Wiederbelebung gibt es seither nur geringe Anzeichen. Im Gegensatz dazu setzte sich in Deutschland das starke wirtschaftliche Wachstum nach der Vereinigung fort und schwächte sich erst 1992 deutlich ab.

- Nach der deutschen Vereinigung führte ein rascher Anstieg bei der Nachfrage, die durch einen bedeutenden Anstieg im Haushaltsdefizit angefacht wurde, und ein starker Lohnzuwachs zum Aufbau inflationären Drucks, dem mit einer Straffung der Geldpolitik entgegengewirkt wurde. Der unausgeglichene deutsche "policy mix" bewirkte einen Anstieg der deutschen Zinssätze und verminderte so den Spielraum für andere Teilnehmer am EWS-Wechselkursmechanismus, ihre Zinssätze im Einklang mit den binnenwirtschaftlichen Verhältnissen zu senken.

- Die fiskalpolitische Konsolidierung blieb in vielen Ländern der Gemeinschaft hinter den Erwartungen zurück. Dies führte dazu, daß erhebliche Unterschiede in der Fiskalpolitik bestehen blieben, die zu einer Überforderung der Geld- und Kreditpolitik führten.

- Die Wechselkurse von Dollar und Yen zeigten weite Ausschläge. Markante Kursausschläge an den Weltdevisenmärkten führen häufig tendenziell zu Druck auf die innergemeinschaftlichen Wechselkurse, wobei die Unterschiede in bezug auf die Bedeutung des außergemeinschaftlichen Handels für die einzelnen Mitgliedstaaten eine Rolle spielen. Dabei kommt auch die Tiefe und Liquidität der nationalen Finanzmärkte und die Bedeutung der Gemeinschaftswährungen in internationalen Portfolios zum Tragen.

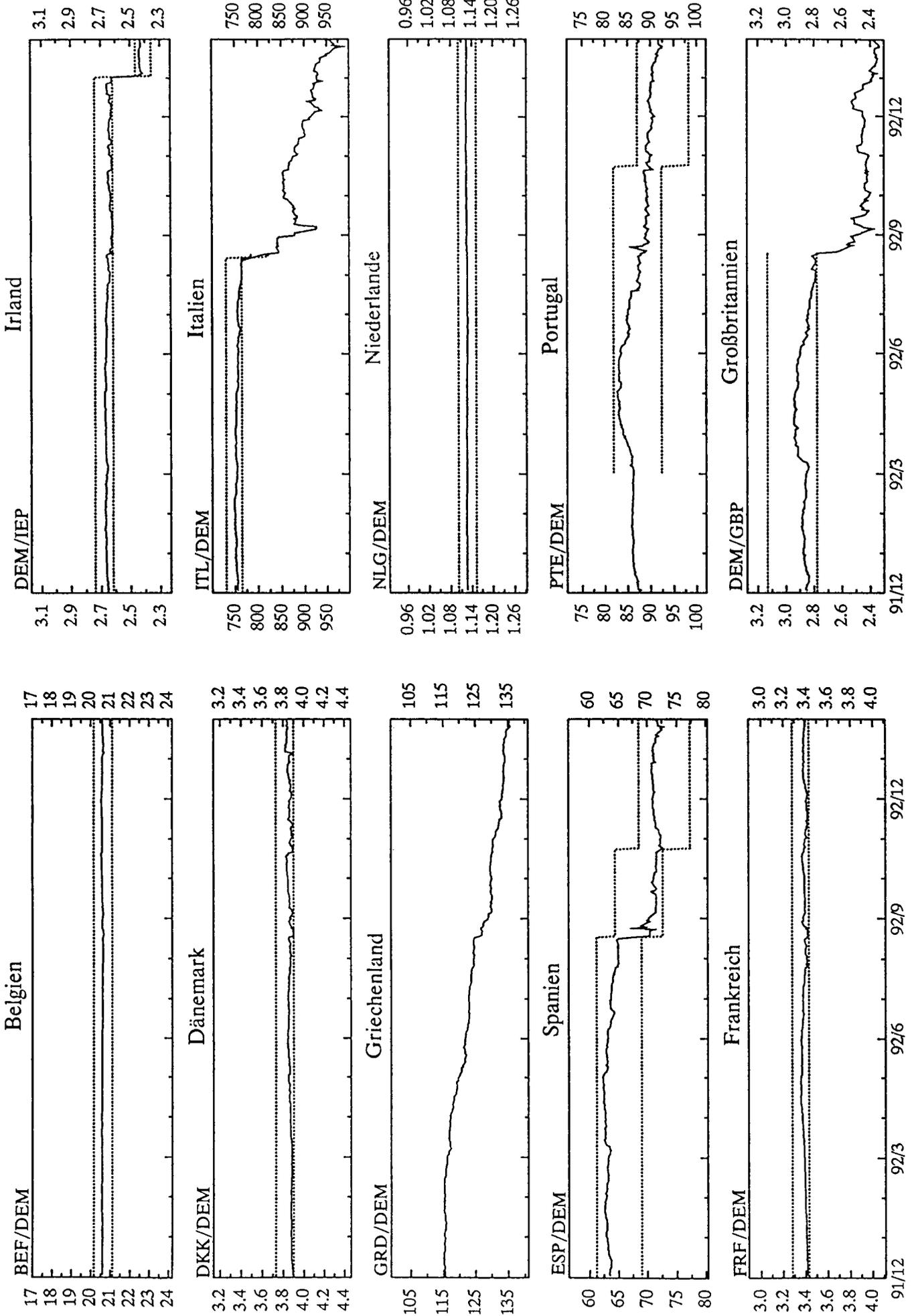
Vor Juni 1992 war die Wirkung dieser Faktoren auf die Wechselkurse durch das Vertrauen des Marktes aufgewogen worden, das der Entschlossenheit der Behörden galt, an der Hart-Währungs-Option festzuhalten. Die Märkte erwarteten, daß der WWU-Prozeß die wirtschaftliche Konvergenz in der Gemeinschaft durch binnenwirtschaftliche Anpassungsmaßnahmen fördern werde und daß so Ungleichgewichte ohne die Notwendigkeit eines Realignments im EWS beseitigt werden könnten. Ein Wandel in der Stimmung des Marktes trat jedoch nach dem dänischen Referendum ein. Zunehmende Unsicherheit im Zusammenhang mit dem französischen Referendum am 20. September nährte weitere Zweifel an der Ratifizierung des Vertrages von Maastricht, der Vollendung der WWU und damit an der wirkungsvollen Umsetzung der Konvergenzmaßnahmen. Die Aufmerksamkeit des Marktes konzentrierte sich zunehmend auf die bestehenden Ungleichgewichte und Politik-Widersprüche, die die Aussichten auf wirtschaftliche Konvergenz gefährdeten.

Die Marktteilnehmer konzentrierten ihr Interesse zunächst auf die Währungen von Ländern, in denen diese Ungleichgewichte und Widersprüche besonders drängend waren, allerdings erstreckte sich der Druck dann auch auf andere Währungen. In einem Umfeld, in dem die Integration der Finanzmärkte und die Deregulierung die Voraussetzung für Kapitalbewegungen bisher unbekanntem Ausmaßes eröffneten, entwickelten sich die Marktspannungen zu einer großen Devisenmarktkrise, die zu drei Realignments in den letzten Monaten des Jahres 1992 und der Suspendierung der Mitgliedschaft des britischen Pfundes und der italienischen Lira im EWS führte. Ein viertes Realignment folgte zu Beginn des Jahres 1993.

#### *Wechselkursbewegungen*

In den ersten Monaten des Jahres 1992 blieben die Verhältnisse im EWS-Wechselkursmechanismus verhältnismäßig ruhig. Der Teilnehmerkreis an dem Mechanismus wurde am 6. April ausgedehnt, als der portugiesische Escudo mit der erweiterten Schwankungsmarge beitrug. Das britische Pfund war gleichzeitig gegenüber der spanischen Peseta in einer verhältnismäßig schwachen Position und - bald nach dessen Eintritt - auch gegenüber dem portugiesischen Escudo; allerdings testeten die Märkte den unteren Interventionspunkt nicht ernsthaft. Im engen Band bewegten sich die D-Mark, der belgische Franc und der holländische Gulden aus den oberen Partien des

# SCHAUBILD 7: WECHSELKURSE GEGENÜBER DER DEUTSCHEN MARK<sup>1)</sup>



1) Die gepunkteten Linien zeigen, falls vorhanden, die oberen und unteren Begrenzungen des Kursbandes des EWS-Wechselkursmechanismus. Die Skala der einzelnen Schaubilder ist auf eine Schwankung von 35% vereinheitlicht

Bandes in Richtung auf dessen Mitte, und der französische Franc befestigte sich aus einer Position nahe dem unteren Interventionspunkt (siehe Schaubild 7).

Im Anschluß an das dänische Referendum am 2. Juni veränderten sich die Verhältnisse dramatisch. Die Veränderungen in der Marktstimmung führten zu einer klaren Neuorientierung bei den Präferenzen der Investoren. In den Monaten zwischen dem dänischen und dem französischen Referendum konzentrierte sich der Abwertungsdruck insbesondere auf die italienische Lira, die sich trotz großer intramarginaler Interventionen und Zinserhöhungen bis auf den unteren Interventionspunkt des engeren Bandes abschwächte. Zusätzlich schwächten sich die drei Währungen mit erweiterter Schwankungsmarge markant gegenüber D-Mark, belgischem Franc und holländischem Gulden ab, obwohl der portugiesische Escudo und die spanische Peseta meistens direkt beim oberen Interventionspunkt verharrten, während das Pfund Sterling sich am unteren Limit bewegte. Gleichzeitig entwickelten sich Spannungen bei den nordischen Währungen, die eine unilateral gewählte, an der ECU orientierte Wechselkurspolitik verfolgten.

Das herannahende französische Referendum und die Möglichkeit eines negativen Ausgangs, der von einer Reihe von Umfragen nahegelegt wurde, ließen neue Zweifel an den Chancen einer WWU entstehen. Das feste Datum des Referendums wirkte wie ein Katalysator für Unruhe am Devisenmarkt, da die Marktteilnehmer davon ausgingen, daß ein Realignment im Falle eines ablehnenden Votums fast unvermeidlich sein würde. Wiederholte öffentliche Erklärungen (am 28. August durch den Rat der Wirtschafts- und Finanzminister und am 5. September zum Abschluß des informellen Treffens der Wirtschafts- und Finanzminister in Bath) des Inhalts, daß ein Realignment keine angemessene Antwort auf die bestehenden Spannungen sei, hatten keinen dauerhaften Einfluß auf die Erwartungen des Marktes. Die Spannungen wurden durch den scharfen Kursverlust des Dollars in den Sommermonaten und durch die Suspendierung der ECU-Orientierung der finnischen Markka am 8. September noch verschärft.

Der stärkste Druck lastete weiterhin auf der italienischen Lira; er hing zum Teil mit Verzögerungen bei der Konzipierung der langerwarteten Maßnahmen zur fiskalischen Anpassung zusammen. Trotz einer deutlichen Anhebung der offiziellen italienischen Zinssätze und eines Anstiegs der sehr kurzfristigen Marktzinsen auf über 30% mußte die italienische Lira wiederholt durch hohe Interventionen an der Marge gegen die D-Mark, den belgischen Franc und den holländischen Gulden gestützt werden. Die Situation wurde unhaltbar. Eine Abwertung der italienischen Lira um 3,5% und eine Aufwertung der anderen Währungen um 3,5% wurde daraufhin am 13. September beschlossen. Dieser Schritt wurde von einer leichten Ermäßigung der offiziellen Zinssätze in Deutschland begleitet, der sich Belgien und die Niederlande anschlossen.

Diese Wechselkurs- und Zinsmaßnahmen reichten nicht aus, den Markt davon zu überzeugen, daß das neue Paritätengitter dauerhaft sein würde. Am 16. Septem-

ber kamen das Pfund Sterling, die spanische Peseta und der portugiesische Escudo unter intensiven Druck und die italienische Lira stand erneut unter heftiger Spannung. In Großbritannien wurden die Zinssätze an diesem Tag zweimal angehoben; diese Maßnahmen erwiesen sich aber als unwirksam gegenüber dem Druck, da das Zinsniveau unter den gegebenen binnenwirtschaftlichen Bedingungen vom Markt als nicht durchhaltbar eingeschätzt wurde; das Pfund mußte daraufhin mit hohen Interventionen am Interventionspunkt gestützt werden. Am Ende des Tages wurden die britische Mitgliedschaft im Wechselkursmechanismus suspendiert und die vorausgegangenen Zinserhöhungen zurückgenommen. Am gleichen Tag fiel die spanische Peseta um etwa 4%, hielt sich aber oberhalb des Interventionspunktes. Am Abend des 16. September kam es zu einer Krisensitzung des Währungsausschusses, bei der die italienischen Behörden bekanntgaben, daß sie die Interventionen am Devisenmarkt vorübergehend einstellen würden. Vor dem Hintergrund anhaltender Spannungen im EWS und insbesondere im Hinblick auf die neue Situation, die durch das Ausscheiden des britischen Pfundes und der italienischen Lira entstanden war, beantragten die spanischen Behörden für die Peseta eine Abwertung um 5%, die in der gleichen Sitzung beschlossen wurde.

Nach dem zweiten Realignment und dem Heranrücken des französischen Referendums erfaßten die Spannungen auch andere Währungen mit starken Fundamentaldaten, nämlich den französischen Franc, die dänische Krone und das irische Pfund. Daher intervenierten die Behörden an den Devisenmärkten und strafften die monetären Bedingungen, in einigen Fällen sogar sehr nachdrücklich. Als die Spannungen anhielten und nach dem französischen Referendum sogar zunahmen, gaben die französischen und deutschen Behörden eine gemeinsame Erklärung des Inhalts ab, daß eine Änderung des Franc/D-Mark Leitkurses nicht gerechtfertigt sei. Zur Bekräftigung dieser Erklärung erhöhte die Banque de France einen Schlüsselzinssatz um 2,5 Prozentpunkte und bewirkte so einen scharfen Anstieg der kurzfristigen Marktzinssätze, gleichzeitig unternahmen die Deutsche Bundesbank und die Banque de France abgestimmte intramarginale Interventionen. Parallel dazu, nachdem die Spannungen am Peseta-Markt wieder aufgelebt waren, beschlossen die spanischen Behörden, vorübergehend Maßnahmen einzuführen, die Peseta-Leerverkäufe - finanziert durch Swaps - sanktionierten. Portugal und Irland verschärfen die Anwendung ihrer bestehenden Kapitalverkehrsbeschränkungen.

Der Druck ließ im Oktober und Anfang November etwas nach. Die kräftige Befestigung des französischen Franc und der dänischen Krone aufgrund von Rückflüssen, welche über die ursprünglichen Abflüsse hinausgingen, machten einen deutlichen Zinsrückgang in den beiden Ländern möglich. Bei den anderen von Spannungen erfaßten Währungen stellten sich allerdings nur begrenzte Mittelrückflüsse ein.

Größere Wechselkursspannungen ergaben sich erneut im Anschluß an die Entscheidung der schwedischen Behörden vom 19. November, die ECU-Bindung der schwedischen Krone zu suspendieren. Dies führte zu weiteren Erhöhungen der offiziellen Zinssätze in Dänemark, während in Irland und Frankreich die Marktsätze anstiegen. Am 22. November wurde eine Einigung darüber erzielt, die Leitkurse der spanischen Peseta und des portugiesischen Escudos um 6% abzuwerten. Im Anschluß an diese Entscheidung wurden die offiziellen Zinssätze in Spanien und Portugal angehoben, um die Verantwortung für die neuen Leitkurse zu betonen. Peseta und Escudo befestigten sich daraufhin wieder und bewegten sich auf den oberen Interventionspunkt zu. Gleichzeitig schaffte Spanien die Maßnahmen ab, mit denen Kapitalbewegungen sanktioniert wurden; bald darauf wurden alle Kapitalverkehrsbeschränkungen in Portugal aufgehoben.

Die Spannungen im engen Band nahmen am 10. Dezember zu, nachdem Norwegen die unilaterale Wechselkursbindung an die ECU abgeschafft hatte. Die bestehenden Leitkurse wurden bis zum Jahresschluß dennoch erfolgreich verteidigt.

Zu Beginn des Januar 1993 kamen der französische Franc und das irische Pfund unter zusätzlichen Druck. Der neue Angriff auf den französischen Franc war nur von kurzer Dauer. Der Druck ließ nach Veröffentlichung einer neuen gemeinsamen Erklärung der französischen und deutschen Behörden nach, die durch eine Anhebung des Repo-Zinssatzes der Banque de France bekräftigt wurde. Vor diesem Hintergrund und nach einer deutlichen Anhebung der offiziellen Zinssätze befestigte sich auch das irische Pfund.

Gegen Ende Januar führten eine weitere Rücknahme der Zinssätze in Großbritannien und ein scharfer Kursrückgang beim britischen Pfund zum Wiederaufleben des Drucks auf das irische Pfund. Die offiziellen Zinssätze wurden daraufhin in Irland erneut auf ein außergewöhnliches Niveau angehoben; die daraus resultierenden Folgen für die Marktzinssätze wurden im Hinblick auf die binnenwirtschaftlichen Bedingungen als nicht durchhaltbar eingeschätzt; daraufhin wurde am 30. Januar eine Abwertung des irischen Pfundes um 10% beschlossen.

Wenige Tage später geriet die dänische Krone erneut unter Druck. Gemeinsame Unterstützung durch koordinierte intramarginale Interventionen verschiedener Zentralbanken in der Gemeinschaft, ein Anstieg bei den dänischen Zinssätzen und eine Rücknahme der offiziellen Zinssätze in Deutschland haben im Zusammenwirken geholfen, wieder für Ruhe an den Märkten zu sorgen. Anschließend gab es Kapitalrückflüsse in die dänische Krone.

In den ersten Wochen nach ihrem Rückzug aus dem Wechselkursverbund schwächten sich die italienische Lira und das britische Pfund deutlich ab. Nachdem sie gegenüber der D-Mark Anfang Oktober auf historische Tiefstkurse gefallen waren, machten beide Währungen wieder Boden gut; die Marktverfassung blieb aber in der

Folge nervös. Ende 1992 hatten die Lira 12% und das Pfund 13% gegenüber der D-Mark nach dem Stand vom 16. September eingebüßt. In den ersten zwei Monaten des Jahres 1993 gerieten beide Währungen unter erneuten Abwertungsdruck.

Die Unruhe im Wechselkursmechanismus beeinflusste auch die griechische Drachme. Im September 1992 war der Druck auf die Drachme erheblich und veranlaßte die Bank von Griechenland, ihre offiziellen Ausleihesätze von 30% auf 40% anzuheben, am Devisenmarkt stark zu intervenieren und die Kapitalverkehrsbeschränkungen zu verschärfen, während sich die Abwertung der griechischen Währung beschleunigte. Als die Spannungen abnahmen, wurde der Zinssatz für offizielle Finanzierungen reduziert und die eingeführten Kapitalverkehrskontrollen wurden wieder abgeschafft.

Die heftigen Veränderungen der nominalen Wechselkurse in den letzten Monaten des Jahres 1992 haben zu erheblichen Verschiebungen bei der Wettbewerbsfähigkeit in der Gemeinschaft geführt (siehe Tabelle 4). In denjenigen Ländern des

**TABELLE 4:**  
**INDIKATOREN DER KUMULATIVEN VERÄNDERUNGEN DER WETTBEWERBSFÄHIGKEIT (a)**

| Land               | Prozent   |                     |                              |                     |   |                     |                              |                     |
|--------------------|---|---------------------|------------------------------|---------------------|---|---------------------|------------------------------|---------------------|
|                    | Gemessen an anderen EG-Ländern (b)                            |                     | Gemessen an Industrieländern |                     | Gemessen an anderen EG-Ländern (b)                                  |                     | Gemessen an Industrieländern |                     |
|                    | Erzeugerpreise  | Lohnstückkosten (c) | Erzeugerpreise               | Lohnstückkosten (c) | Erzeugerpreise  | Lohnstückkosten (c) | Erzeugerpreise               | Lohnstückkosten (c) |
|                    | 1987 - August 1992  |                     |                              |                     | 1987 - Dezember 1992 (e)  |                     |                              |                     |
| Belgien            | 4,0   | 5,6                 | 1,3                          | 2,7                 | 0,9   | 1,9                 | -0,3                         | 0,3                 |
| Dänemark           | 3,6   | 6,4                 | -0,5                         | 3,8                 | -1,9  | 4,1                 | -4,9                         | 1,9                 |
| Deutschland (West) | 1,7   | 0,5                 | -3,8                         | -5,5                | -4,3  | -6,6                | -5,5                         | -8,6                |
| Griechenland       | n.v.  | n.v.                | -10,2                        | -15,6               | n.v.  | n.v.                | -10,8                        | -13,4               |
| Frankreich         | 7,9   | 13,3                | 3,3                          | 7,2                 | 3,1   | 8,1                 | 1,7                          | 5,1                 |
| Irland             | 6,4   | 35,7                | 1,3                          | 27,9                | -0,6  | 26,6                | -1,9                         | 23,6                |
| Italien            | -3,0  | -7,0                | -6,3                         | -9,8                | 11,1  | 5,7                 | 8,2                          | 4,6                 |
| Niederlande        | 1,5   | 5,2                 | -1,4                         | 1,9                 | -2,6  | 2,1                 | -3,9                         | 0,1                 |
|                    | Vom Beitritt zum EWS-Wechselkursmechanismus (d) - August 1992 |                     |                              |                     | Vom Beitritt zum EWS-Wechselkursmechanismus (d) - Dezember 1992 (e) |                     |                              |                     |
| Spanien            | -2,1  | -7,5                | -8,1                         | -13,8               | 4,2   | -2,2                | 0,5                          | -6,2                |
| Portugal           | n.v.  | -4,6                | n.v.                         | -6,9                | n.v.  | -9,5                | n.v.                         | -9,5                |
| Großbritannien     | -1,7  | -0,4                | -4,0                         | -1,7                | 8,3   | 13,2                | 8,7                          | 13,2                |

Quelle: BIZ, mit Ausnahme der Daten für Spanien und Italien, die von den jeweiligen Zentralbanken zur Verfügung gestellt wurden  
(a) Negative Werte weisen Verluste aus. (b) Ohne Griechenland. (c) Produzierendes Gewerbe (d) Spanien: Juni 1989; Portugal April 1992; Großbritannien: Oktober 1990. (e) Geschätzt.

EWS-Wechselkursmechanismus, die in der Zeit vor der Krise die größten Einbußen bei der Wettbewerbsfähigkeit verzeichneten, haben die kürzlichen Abwertungen in Italien die Verluste an Wettbewerbsfähigkeit seit dem letzten Realignment im Jahre 1987 mehr als kompensiert, in Großbritannien zu einer erheblichen Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit gegenüber dem Zeitpunkt des Pfund-Eintritts in den Wechselkursmechanismus im Oktober 1990 geführt, während die Wettbewerbsfähigkeit

Spaniens sich dem Niveau angenähert hat, das herrschte, als die Peseta dem Wechselkursmechanismus im Juni 1989 beitrug. In den meisten anderen Ländern des EWS-Wechselkursmechanismus hat die Aufwertung der Wechselkurse die Wettbewerbsfähigkeit gegen Jahresende wieder näher an das Niveau von 1987 herangeführt, allerdings hat Frankreich dabei eine Stärkung, Deutschland dagegen eine Schwächung der innergemeinschaftlichen Wettbewerbsfähigkeit, bezogen auf dieses Datum, erfahren.

#### *Wirtschaftspolitische Reaktionen auf die EWS-Krise*

Das Abkommen von Basel/Nyborg aus dem Jahr 1987 fordert die Währungsbehörden dazu auf, den Spielraum für einen aktiveren, flexibleren und stärker abgestimmten Einsatz von drei Instrumenten zu nutzen, um Spannungen im EWS zu begegnen: Veränderungen bei den Zinssätzen, Schwankungen der Wechselkurse im Band und offizielle Interventionen an den Devisenmärkten. Wenn die Wechselkurse allerdings nicht mehr im Einklang mit den Fundamentaldaten stehen und die Durchsetzung korrigierender binnenwirtschaftlicher Maßnahmen nicht möglich ist, werden Realignments notwendig.

*Zinssätze* wurden eingesetzt, um den kürzlichen Spannungen zu begegnen; allerdings waren der Umfang der Veränderungen und die Geschwindigkeit, mit der derartige Maßnahmen ergriffen wurden, von Land zu Land wie auch von Fall zu Fall verschieden. In einigen Ländern war der Spielraum für Zinssatzänderungen als Reaktion auf Wechselkursdruck begrenzt, da man davon entweder eine Verschärfung der Rezession erwartete - wie beispielsweise in Großbritannien, wo die Kreditgewährung überwiegend zu kurzfristigen Zinssätzen erfolgt - und/oder zu den Schwierigkeiten bei der fiskalischen Konsolidierung deswegen beiträgt, weil der öffentliche Schuldenstand - wie in Italien - hoch ist. In Irland wurden die Zinssätze wiederholt drastisch auf ein Niveau angehoben, das schließlich unhaltbar wurde. Die Verteidigung bestehender Leitkurse durch Zinserhöhungen erwies sich in diesen Fällen letztlich als unmöglich. In Ländern, deren Währungen einem Aufwertungsdruck unterlagen, beschränkte die Preisentwicklung im Inland - und dies gilt insbesondere für Deutschland - den Spielraum für eine Anpassung der Zinspolitik. Die offiziellen Zinssätze wurden in diesen Ländern Mitte September leicht zurückgenommen; die kurzfristigen Marktzinssätze ermäßigten sich rasch um etwa 1%, ohne daß die Wechselkursspannungen spürbar nachließen.

Während der Krise führten *Wechselkursänderungen im Band* in einigen Fällen zu stabilisierenden Spekulationen, die dazu beitrugen, den Druck zu mindern. In einigen Situationen bewirkte das Abgleiten der Währungen an den unteren Interventionspunkt allerdings, daß sich die Wechselkursspannungen verschärften. Wenn die Befürchtung bestand, daß Marktteilnehmer die Bewegung zum unteren Interventionspunkt als

Schwächung der Glaubwürdigkeit des Leitkurses interpretieren könnten, wurden intramarginale Interventionen vorgenommen.

*Interventionen* - innerhalb der Marge wie auch am Interventionspunkt - wurden in bisher nicht gekanntem Ausmaß vorgenommen; sie reflektierten die massiven Kapitalbewegungen, die in einem Umfeld eines fast völlig liberalisierten Kapitalverkehrs und eines hohen Grades der Integration der Finanzmärkte innerhalb der Gemeinschaft vor sich gingen. Die Wirksamkeit der Interventionen hing vom Maß an Unterstützung ab, das von anderen Instrumenten, insbesondere Zinssatzänderungen, ausging. Manchmal erwiesen sich gleichzeitige intramarginale Interventionen mehrerer Zentralbanken als nützlich. Der Umfang der Interventionen hatte erhebliche monetäre Wirkungen. Wo Währungen unter Abwertungsdruck standen, hatten sie einen kontraktiven Effekt auf das Geldvolumen, im umgekehrten Fall gab es einen expansiven Effekt.

Die Heftigkeit der Spannungen im EWS im Herbst 1992 veranlaßte einige Länder dazu, vorübergehende Maßnahmen unterschiedlicher Art zu ergreifen, die Kapitalabflüssen entgegenwirken sollten, um ihre Währungen gegen Spekulation zu sichern, insbesondere soweit diese die Form von Leerverkäufen annahm. In allen Fällen waren diese Maßnahmen bis zum Jahresende schrittweise wieder abgebaut worden.

Als die Bemühungen der Behörden zur Stabilisierung der Wechselkurse erfolglos blieben, wurde ein Realignment unvermeidlich. Die zuvor nie beobachtete Abfolge von vier Realignments in fünf Monaten verdeutlicht die Schwierigkeiten, mit denen sich die Behörden bei dem Bemühen gegenübersehen, wieder für Ruhe an den Märkten zu sorgen. Dies mag mit dem Eindruck des Marktes zusammenhängen, daß die politischen Entscheidungen zur Kontrolle der Spannungen in Trippelschritten vor sich gingen, bei denen dem Bestreben ungenügend Aufmerksamkeit gewidmet war, die Glaubwürdigkeit des Paritätengitters als Ganzes wiederherzustellen.

### **3 WIRTSCHAFTLICHE AUSSICHTEN UND PROBLEME DER GELDPOLITIK**

Als der Ausschuß der Zentralbankpräsidenten Ende 1992 das ex ante-Koordinierungsverfahren durchführte, um sich ein Bild über die Angemessenheit der Orientierung der Geldpolitiken in den Mitgliedsländern zu machen und die geldpolitischen Zielvorstellungen für 1993 zu untersuchen, waren die Projektionen für die wirtschaftlichen Entwicklungen in der Gemeinschaft mit einem großen Unsicherheitsmoment belastet. Außerdem waren die Spannungen an den Devisenmärkten noch nicht behoben.

### 3.1 Wirtschaftliche Aussichten

Nach den jüngsten Prognosen internationaler Organisationen wird die Wirtschaftsaktivität in der Gemeinschaft von der Auslandsnachfrage voraussichtlich nur einen bescheidenen Impuls erhalten. Zwar wird ein Aufschwung des Welthandels erwartet; seine Wiederbelebung wird jedoch vermutlich recht gering bleiben. In den USA gibt es eindeutige Anzeichen dafür, daß 1993 ein dauerhafter Aufschwung zustande kommt, während in Japan von den jüngst ergriffenen expansiven fiskal- und geldpolitischen Maßnahmen erwartet werden kann, daß im Laufe des Jahres 1993 ein Aufschwung zustande kommt. Ein mäßiger Aufschwung könnte sich auch in den EFTA-Ländern ergeben; im Hinblick auf die engen Handelsbeziehungen zwischen den beiden Blöcken hängt dies allerdings stark von den Entwicklungen in der Gemeinschaft selbst ab. Vor dem Hintergrund der geringen Zunahme der Wirtschaftsaktivität dürften die Weltmarktpreise - gerechnet in nationalen Währungen - verhältnismäßig moderat bleiben.

Der mäßige Auftrieb, der von der Weltnachfrage ausgeht, dürfte durch die schwachen inländischen Ausgaben kompensiert werden, die angesichts der geringen Zuversicht von Unternehmen und Verbrauchern in der Gemeinschaft am Ende des Jahres 1992 zu beobachten waren. Im Ergebnis könnte das Wirtschaftswachstum in der Gemeinschaft 1993 unter 1% fallen.

Das öffentliche Gesamtdefizit wird 1993 voraussichtlich hoch bleiben. Eine Rückführung des Haushaltsdefizits wird in einigen Ländern der Gemeinschaft erwartet, die 1992 vergleichsweise hohe öffentliche Verbindlichkeiten oder Defizite hatten - insbesondere in Belgien, Griechenland, Spanien, Italien und Portugal -, obwohl der ausgedehnte Konjunkturabschwung Fortschritte bei der fiskalischen Konsolidierung erschweren könnte. Demgegenüber können die automatischen Stabilisatoren wie auch die Durchführung einiger diskretionärer Maßnahmen wahrscheinlich in anderen Ländern zu höheren Defiziten führen; dies gilt vor allem für Großbritannien und Frankreich. In Deutschland wird das öffentliche Defizit im Verhältnis zum BIP trotz einiger im Januar 1993 verkündeter Konsolidierungsmaßnahmen steigen.

Bei dem ex ante-Verfahren wurde eine gewisse Entspannung des Kostendrucks im Laufe des Jahres 1993 als wahrscheinlich unterstellt. Da die Erzeugung voraussichtlich weiter hinter dem Produktionspotential zurück- und der Arbeitsmarkt schwach bleiben werden, müßte eine zurückhaltende Einkommensentwicklung den Lohnkostendruck mindern. Auch Preiseinflüsse aus dem Ausland könnten sich im Durchschnitt als verhältnismäßig günstig erweisen, obwohl das Widererstarken des Dollars gegen Ende 1992 den Nutzen begrenzen wird, wenn die Festigkeit anhält. Außerdem wird ein Anstieg der Importpreise in denjenigen Ländern eintreten, deren Währungen abgewertet wurden; schließlich könnten steigende indirekte Steuern und Anhebungen bei den reglementierten Preisen des öffentlichen Sektors in einigen

Ländern zum Inflationsdruck beitragen; das gilt beispielsweise für Deutschland, wo die indirekten Steuern zu Beginn des Jahres 1993 angehoben wurden.

### 3.2 Geldpolitische Probleme

#### *Die geldpolitische Orientierung für 1993*

Als der Ausschuß der Zentralbankpräsidenten seine ex ante-Koordinierung im Dezember 1992 durchführte, wurde die Bewertung der nationalen geldpolitischen Absichten 1993 dadurch erschwert, daß die Wirtschaftsprognosen mit großen Unsicherheitsmomenten behaftet waren und der Wechselkursmechanismus noch im Zeichen von Instabilitäten stand. Aber gerade wenn Unsicherheit herrscht, ist es von allergrößter Bedeutung, daß die Geldpolitik einen stabilen nominalen Anker liefert, der eine Voraussetzung für die dauerhafte Belebung der Wirtschaftstätigkeit darstellt. Aus diesem Grunde hat der Ausschuß die Notwendigkeit betont, an einer mittelfristig orientierten Geldpolitik festzuhalten, die einen weiteren Rückgang der Inflation in der Gemeinschaft gewährleistet.

Unter den Ländern des Wechselkursverbunds, die sich monetäre Ziele setzen, wird in Deutschland die Kontinuität der antiinflationären Orientierung der Geldpolitik durch das angestrebte Wachstum von M 3 im Jahre 1993 zwischen 4,5% und 6,5% dokumentiert (siehe Tabelle 3 auf Seite 19). Die leichte Anhebung im Vergleich zum letztjährigen Ziel von 3,5% bis 5,5% beruht auf der Berücksichtigung mehrerer Faktoren: eine leichte Anhebung des geschätzten Wachstumspotentials in Ostdeutschland, ein erwarteter größerer Rückgang in der Geldumlaufgeschwindigkeit und Preisanhebungen als Folge administrativer Maßnahmen, vornehmlich in Ostdeutschland. In Frankreich wird die Geldpolitik 1993 weiterhin vorrangig auf das Ziel gerichtet sein, den bestehenden Leitkurs des Franc im EWS zu verteidigen und die Inflation unter Kontrolle zu halten. Aus diesen Gründen wurde das Wachstumsziel für M 3 auf 4% bis 6,5% festgelegt, was dem Ziel von 4% bis 6% für 1992 nahekommt. Die obere Grenze des Korridors wurde im Hinblick auf die Erwartung eines inflationsfreien Aufschwungs in der französischen Wirtschaft etwas höher festgelegt. In Spanien wurde der Wachstumskorridor bei ALP (liquide Vermögenswerte in den Händen der Öffentlichkeit) für 1993 auf 4,5% bis 7,5% festgelegt. Die Herabsetzung gegenüber dem Korridor von 8% bis 11% für 1992 spiegelt teilweise die gedämpften Wachstumserwartungen und die Notwendigkeit wider, eine weitere Rückführung der Inflation zu erreichen, wie auch die Zunahme in der Umlaufgeschwindigkeit bei ALP, die wieder näher bei ihrem historischen Trend liegen dürfte.

In den anderen Ländern des Wechselkursmechanismus zielt die Geldpolitik vor allem darauf ab, Preisstabilität dadurch zu verwirklichen, daß man den Wechselkurs zur D-Mark als Ziel behandelt. In Dänemark verfolgt die Notenbank ein ergänzendes Ziel für das Wachstum der inlandsbedingten Geldmenge. Unter den gegenwärtigen Be-

dingungen stagnierender Wirtschaftstätigkeit und bisher beispielloser Unruhe an den Devisenmärkten hat die Beachtung des Ergänzungsziels geringere Bedeutung gehabt. Ab Anfang 1993 wird in den Niederlanden kein Geldmengenziel mehr beschlossen und in Portugal haben die Behörden die Praxis der Festlegung von Zielen für "L-" (Gesamtliquidität in Händen von gebietsansässigen Nichtbanken) und für M 3 eingestellt. Traditionell haben Belgien, Luxemburg und Irland keine quantitativen geldpolitischen Ziele aufgestellt.

In den Ländern, die die Teilnahme ihrer Währungen am Wechselkursmechanismus zeitweilig ausgesetzt haben, wurde der Zielkorridor für M 2 in Italien für 1993, wie bereits für 1992, mit 5% bis 7% festgelegt. Die Geldpolitik zielt hier darauf ab, den Wirtschaftssubjekten einen stabilen Rahmen vorzugeben und sicherzustellen, daß die jüngste Abwertung der Lira nicht zum Inflationsauftrieb beiträgt. In Großbritannien haben die Behörden im Anschluß an das vorübergehende Ausscheiden des Pfundes aus dem Wechselkursmechanismus ein neues geldpolitisches Konzept gewählt und ein explizites Inflationsziel von 1% bis 4% für die zugrundeliegende Inflation festgelegt, die mittelfristig auf 2% oder darunter fallen soll. Ein ganzes Spektrum von Indikatoren soll dem Zweck dienen, potentiellen Inflationsdruck zu erkennen, dazu gehören enge und weite Geldmengenaggregate, die Preise von Vermögenswerten und der Wechselkurs.

In Griechenland schließlich wird die Orientierung der Geldpolitik restriktiv bleiben. Die nicht-akkomodierende Wechselkurspolitik wird fortgesetzt. Die realen Zinssätze werden 1993 auf hohem Niveau verharren, wobei die nominalen Zinssätze nicht schneller zurückgenommen werden sollen, als dies der Verminderung der Inflation entspricht. Für M 3 wurde eine Wachstumsrate von 9% bis 12% als Richtgröße der Politik beschlossen.

### *Geldpolitische Herausforderungen*

Im Hinblick auf die zahlreichen Unsicherheiten im internationalen und heimischen Umfeld sehen sich die nationalen Behörden in den Mitgliedstaaten bei der Gestaltung der Geldpolitik mit erheblichen Herausforderungen konfrontiert. Insbesondere muß die Wechselkursstabilität in einer Situation wiederhergestellt werden, in der das Risiko einer Verlängerung der wirtschaftlichen Abschwächung in der gesamten Gemeinschaft besteht. Außerdem muß die Geldpolitik in Ländern, deren Währungen in letzter Zeit abgewertet wurden oder bei denen die Teilnahme am Wechselkursmechanismus ausgesetzt wurde, darüber wachen, daß die Gefahr einer Zunahme des Inflationsdrucks unter Kontrolle bleibt, da sonst nicht nur die hart erkämpften Stabilitätsfortschritte der vergangenen Jahre, sondern auch das bessere Gleichgewicht der internationalen Wettbewerbsverhältnisse zwischen den Mit-

gliedstaaten in Frage gestellt werden könnte, das sich aus den jüngsten Wechselkursanpassungen ergeben hat.

Wie bereits im letzten Jahresbericht betont, hängt die Verwirklichung der volkswirtschaftlichen Zielsetzungen nicht nur entscheidend von einer angemessenen nationalen Geldpolitik, sondern auch von einem angemessenen Beitrag der Fiskalpolitik und der Lohnentwicklung ab. Aus diesem Grunde muß der Prozeß der fiskalischen Konsolidierung in Ländern mit exzessiven Budgetdefiziten und/oder einem entsprechenden Schuldenstand fortgesetzt werden. In anderen Ländern sollte eine schwache wirtschaftliche Aktivität nicht zu einem Anstieg des Defizits über das Niveau hinaus führen, das sich aus den Wirkungen der automatischen fiskalischen Stabilisatoren ergibt. Außerdem hat es zwar in einigen Ländern der Gemeinschaft 1992 eine Abschwächung des Lohnanstiegs gegeben; eine erhebliche zusätzliche Rückführung des Anstiegs ist jedoch unverändert dort notwendig, wo die Arbeitskosten noch rasch zunehmen. Im Hinblick auf die entscheidende Rolle, die die Arbeitsmärkte in der Wirtschaft spielen, sollten alle Mitgliedsländer unverzüglich strukturelle Maßnahmen ergreifen, um die notwendige Flexibilität des Marktes zu verbessern. Schließlich sollte eine angemessene Angebotspolitik rasch in denjenigen Ländern eingeführt werden, in denen weiterhin bestehende wettbewerbsbehindernde Praktiken in bestimmten Güter- und Dienstleistungsmärkten die raschere Erzielung von Stabilitätsfortschritten behindern.

Abschließend sei festgestellt, daß es von größter Bedeutung ist, das Gleichgewicht zwischen der Fiskal- und der Geldpolitik zu verbessern und die Angebotspolitik in den Ländern der Gemeinschaft zu fördern. Wie die enttäuschenden wirtschaftlichen und finanziellen Entwicklungen im Jahre 1992 verdeutlicht haben, sind entscheidende Fortschritte auf diesen Gebieten erforderlich, nicht nur um die Basis für dauerhaftes Wachstum zu schaffen, sondern auch, um die Glaubwürdigkeit im Wechselkursmechanismus wiederherzustellen und schließlich das Maß an Konvergenz und Marktflexibilität zu erreichen, das für den erfolgreichen Abschluß des WWU-Prozesses erforderlich ist.

#### **4 ENTWICKLUNGEN AN DEN PRIVATEN ECU-MÄRKTEN**

Die private ECU ist im wesentlichen ein Finanzinstrument geblieben. Ihre Nutzung im Bankensektor und an den Wertpapiermärkten ist im Jahre 1992 weiter gestiegen, wenn auch mit geringeren Wachstumsraten als in den Vorjahren (siehe Tabelle 5). Andererseits wurde die private ECU an den Devisen- und Futures-Märkten sehr lebhaft gehandelt. Diese Entwicklungen führten allerdings nicht zu einem erheblichen Wachstum ihrer Verwendung für nicht-finanzielle Zwecke, wo sie weiterhin nur eine sehr begrenzte Rolle spielt.

TABELLE 5: ECU-FINANZMÄRKTE

| Position  | Mrd ECU ausstehend<br>(Ende des Zeitraums) |           |           |           |            |           |
|---|--|-----------|-----------|-----------|------------|-----------|
|   | Dez. 1990                                  | Dez. 1991 | März 1992 | Juni 1992 | Sept. 1992 | Dez. 1992 |
| Internationale Anleihen   | 54,9                                       | 75,1      | 82,8      | 86,7      | 86,6       | 83,6      |
| Inlandsanleihen   | 35,1                                       | 40,2      | 42,7      | 43,1      | 44,0       | 43,3      |
| Schatzwechsel   | 8,4  | 6,9       | 7,1       | 6,9       | 6,9        | 7,9       |
| Euro-Commercial Paper<br>und Notes                                | 6,1  | 9,2       | 11,6      | 10,7      | 8,6        | 7,6       |
| Bankaktiva (a)  | 148,4                                      | 188,3     | 190,7     | 192,6     | 198,4      | n.v.      |
| - gegenüber Nichtbanken (b)                                       | 34,1                                       | 59,2      | 56,0      | 58,1      | 59,2       | n.v.      |
| - gegenüber Banken (c)  | 114,3                                      | 129,1     | 134,7     | 134,5     | 139,2      | n.v.      |
| Bankpassiva (a)   | 147,2                                      | 187,4     | 200,1     | 204,2     | 199,4      | n.v.      |
| - gegenüber Nichtbanken (b)                                       | 22,3                                       | 28,5      | 33,1      | 35,5      | 35,0       | n.v.      |
| - gegenüber Banken (c)  | 124,9                                      | 158,9     | 166,9     | 168,7     | 164,3      | n.v.      |
| Nachrichtlich:<br>Bestände der Zentral-<br>banken an privaten ECU | 27,1                                       | 28,8      | 32,2      | 30,6      | 21,0       | 19,2      |

Quelle: BIZ

(a) Aufgrund der Ausweitung des Berichtsgebiets ergibt sich für 1991 ein statistischer Bruch; somit sind die Zahlen für 1990 und 1991 nicht vergleichbar (b) Nur soweit als Nichtbanken identifiziert. (c) Rest (einschließlich Zentralbanken)

In der Berichtsperiode gab es zwei deutlich voneinander abweichende Phasen. Im ersten Halbjahr 1992 wuchsen die ECU-Märkte nach der Einigung über den Maastricht-Vertrag im Dezember 1991 stetig weiter. Nach der Jahresmitte ergab sich eine deutliche Wachstumsminde rung, die mit den Schwierigkeiten bei der Ratifizierung des Vertrags und den anschließenden Spannungen im EWS zusammenhing. Größere Schwankungen bei Zinsen und Wechselkursen in der Gemeinschaft führten zu einem markanten Anstieg des mit ECU-Anlagen verbundenen Risikos. Marktteilnehmer schichteten in die traditionell starken Währungen um oder versuchten, ihre ECU-Position abzusichern, wie der drastische Anstieg der Umsätze an den ECU-Futures-Märkten in London und Paris zeigte.

Diese Tendenz der Marktentwicklung zeigte sich am Banken- wie auch am Anleihemarkt. Im Gegensatz zu 1991 nahmen die ECU-Ausleihungen nur mäßig zu. Die Interbankforderungen stiegen zwar geringfügig an; das Kreditgeschäft mit Nichtbanken blieb jedoch in den ersten neun Monaten des Jahres 1992 im wesentlichen unverändert. Die ECU-Verbindlichkeiten der Banken gegenüber Banken und Nichtbanken nahmen bis Ende Juni deutlich zu, während sie im dritten Quartal leicht schrumpften. Der Rückgang der ECU-Verbindlichkeiten des Bankensektors hängt hauptsächlich mit dem Rückgang der Einlagen der Zentralbanken zusammen. Zum Teil ergab sich dies aus Devisenmarktinterventionen in privaten ECU - die Bestände der Notenbanken an privaten ECU fielen von 30,6 Mrd ECU (Stand Ende Juni 1992) auf 21 Mrd ECU (Stand Ende September 1992) -, aber auch aus der geringeren Emissionstätigkeit öffentlicher

Stellen und der damit zusammenhängenden Abnahme des Stroms neuer Einlagen der Notenbanken.

Der Umschwung in der Marktentwicklung nach der Jahresmitte 1992 war im Wertpapiersektor der ECU-Finanzmärkte besonders ausgeprägt. Da die Nachfrage nach ECU-Titeln im zweiten Halbjahr 1992 praktisch zum Erliegen kam, entstand bei den langfristigen Renditen für ECU-Anleihen eine Zinsprämie gegenüber der theoretischen ECU-Rendite. Durch diese Entwicklung wurde die Begebung neuer ECU-Titel verhältnismäßig teuer, so daß die Attraktivität von Programmen zur Mittelaufnahme gemindert wurde, die dann auch eine Einschränkung erfuhren. Daraus folgte, daß die private ECU unter den Währungen, die für internationale Anleiheemissionen Verwendung finden, vom dritten auf den sechsten Platz fiel. Die Verminderung der ECU-Emissionen hatte einen erheblichen Umfang. Wegen der geringen in dieser Zeit anfallenden Rückzahlungen nahm das Volumen der ausstehenden ECU-Anleihen in der Berichtsperiode dennoch leicht zu. Im Gegensatz dazu nahm der Bestand kurzfristiger ECU-Titel ab; darin kommt die Schrumpfung in den Euro-Notes- und Euro-Commercial Paper-Sektoren zum Ausdruck.

Trotz dieser schwierigen Bedingungen erwies sich der ECU-Markt als widerstandsfähig. Er bewies insbesondere die Fähigkeit, sich auf heftige Ausschläge seiner Komponenten-Währungen einzustellen. Das ergibt sich aus der verhältnismäßig raschen Rückkehr zu einem normaleren Abstand zwischen dem Marktwert und dem theoretischen Wert bei Wechselkursen und Zinssätzen. In den ersten Monaten des Jahres 1993 lebte die Emissionstätigkeit am ECU-Anleihen-Markt wieder auf.

Die im April 1992 in wichtigen Finanzzentren veranstaltete Erhebung zum Devisenhandel zeigt eine Zunahme bei der Verwendung der privaten ECU. Im Vergleich zum April 1989, dem Zeitpunkt der vorausgehenden Erhebung, war die ECU bei 3% aller Transaktionen auf einer Seite (gegen 0,9% vor drei Jahren) beteiligt. Innerhalb der Gemeinschaft war die ECU in den meisten Mitgliedsländern an 5% bis 10% aller Transaktionen beteiligt.

## REFERENZTABELLEN

**TABELLE R1. REALES BIP**

| Land   | Veränderung gegenüber dem Vorjahr in % |      |      |          |
|--|--|------|------|----------|
|  | 1987-89<br>Durchschnitt                | 1990 | 1991 | 1992 (a) |
| Belgien  | 3,6                                    | 3,4  | 1,9  | 0,8      |
| Dänemark   | 0,7                                    | 2,0  | 1,2  | 1,0      |
| Deutschland (West) (b)   | 2,8                                    | 5,1  | 3,7  | 1,5      |
| Griechenland   | 2,4                                    | -0,1 | 1,8  | 1,5      |
| Spanien  | 5,2                                    | 3,7  | 2,3  | 1,0      |
| Frankreich   | 3,9                                    | 2,3  | 0,9  | 1,8      |
| Irland   | 5,5                                    | 8,3  | 2,5  | 2,4      |
| Italien  | 3,4                                    | 2,2  | 1,4  | 1,0      |
| Luxemburg  | 6,1                                    | 4,6  | 2,7  | 2,5      |
| Niederlande  | 2,5                                    | 3,9  | 2,3  | 1,4      |
| Portugal   | 4,9                                    | 4,2  | 2,4  | 1,8      |
| Großbritannien   | 3,7                                    | 0,6  | -2,5 | -0,6     |
| EWG: (c)   |  |      |      |          |
| Durchschnitt   | 3,5                                    | 2,8  | 1,2  | 1,1      |
| Streuung (d)   | 0,8                                    | 1,6  | 2,0  | 0,8      |
| Ursprüngliche Teilnehmer am<br>EWS-Wechselkursmechanismus<br>mit enger Bandbreite: (c) |  |      |      |          |
| Durchschnitt   | 3,2                                    | 3,8  | 2,3  | 1,6      |
| Streuung (d)   | 0,8                                    | 1,4  | 1,3  | 0,3      |
| USA  | 3,6                                    | 0,7  | -1,3 | 2,0      |
| Japan  | 4,9                                    | 5,2  | 4,4  | 1,5      |

Quelle: Nationale Angaben; EG-Kommission.

(a) Geschätzt. (b) Die entsprechenden Werte für 1992 belaufen sich auf 6,1% für Ostdeutschland und auf 1,9% für Deutschland insgesamt. (c) Gewichtet mit dem BIP von 1989 unter Zugrundelegung der Kaufkraftparitäten von 1989. (d) Gewichtete Standardabweichung.

**TABELLE R2. ARBEITSLSENQUOTEN (a)**

| Land   | in % aller zivilen Erwerbstätigen |      |      |          |
|--|-----------------------------------|------|------|----------|
|  | 1987-89<br>Durchschnitt           | 1990 | 1991 | 1992 (b) |
| Belgien  | 10,0                              | 7,6  | 7,5  | 8,2      |
| Dänemark   | 6,6                               | 8,1  | 8,9  | 9,5      |
| Deutschland (West) (c)   | 6,1                               | 4,8  | 4,2  | 4,5      |
| Griechenland   | 7,5                               | 7,0  | 7,7  | 7,7      |
| Spanien  | 19,1                              | 16,3 | 16,3 | 18,4     |
| Frankreich   | 9,9                               | 9,0  | 9,5  | 10,0     |
| Irland   | 17,0                              | 14,5 | 16,2 | 17,8     |
| Italien  | 10,9                              | 10,0 | 10,0 | 10,1     |
| Luxemburg  | 2,1                               | 1,7  | 1,6  | 1,9      |
| Niederlande  | 9,2                               | 7,5  | 7,0  | 6,7      |
| Portugal   | 5,9                               | 4,6  | 4,1  | 4,8      |
| Großbritannien   | 8,7                               | 7,0  | 9,1  | 10,8     |
| EWG:   |                                   |      |      |          |
| Durchschnitt   | 9,7                               | 8,3  | 8,7  | 9,5      |
| Streuung (d)   | 2,7                               | 2,6  | 3,3  | 3,7      |
| Ursprüngliche Teilnehmer am<br>EWS-Wechselkursmechanismus<br>mit enger Bandbreite: |                                   |      |      |          |
| Durchschnitt   | 8,1                               | 7,2  | 7,1  | 7,4      |
| Streuung (d)   | 2,2                               | 2,2  | 2,8  | 2,9      |
| USA (e)  | 5,7                               | 5,5  | 6,7  | 7,3      |
| Japan (e)  | 2,5                               | 2,1  | 2,1  | 2,1      |

Quelle: Eurostat.

(a) Standarddefinition. (b) Geschätzt. (c) Im Jahr 1992 belief sich die Arbeitslosenquote (nationale Definition) auf 14,3% für Ostdeutschland und auf 7,7% für Deutschland insgesamt. (d) Gewichtete Standardabweichung. (e) In Prozent aller Erwerbstätigen.

**TABELLE R3. VERBRAUCHERPREISE**

| Land   | Veränderung gegenüber dem Vorjahr in % |      |      |          | 12 Monate bis: |              |
|--|--|------|------|----------|----------------|--------------|
|  | 1987-89<br>Durchschnitt                | 1990 | 1991 | 1992 (a) | Dez 1991       | Dez 1992 (a) |
| Belgien  | 2,0                                    | 3,5  | 3,2  | 2,4      | 2,8            | 2,4          |
| Dänemark   | 4,4                                    | 2,6  | 2,4  | 2,1      | 2,3            | 1,5          |
| Deutschland (West) (b)   | 1,4                                    | 2,7  | 3,5  | 4,0      | 4,2            | 3,7          |
| Griechenland   | 14,5                                   | 20,4 | 19,5 | 15,8     | 18,0           | 14,4         |
| Spanien  | 5,6                                    | 6,7  | 5,9  | 5,9      | 5,5            | 5,3          |
| Frankreich   | 3,2                                    | 3,4  | 3,1  | 2,8      | 3,1            | 2,0          |
| Irland   | 3,1                                    | 3,2  | 3,2  | 3,0      | 3,6            | 2,3          |
| Italien  | 5,4                                    | 6,5  | 6,4  | 5,3      | 6,1            | 4,8          |
| Luxemburg  | 1,6                                    | 3,7  | 3,1  | 3,2      | 2,6            | 2,9          |
| Niederlande  | 0,4                                    | 2,5  | 3,9  | 3,7      | 4,9            | 2,6          |
| Portugal   | 10,5                                   | 13,4 | 11,4 | 8,9      | 9,6            | 8,4          |
| Großbritannien   | 5,6                                    | 9,5  | 5,9  | 3,7      | 4,5            | 2,6          |
| EWG: (c)   |  |      |      |          |                |              |
| Durchschnitt   | 4,1                                    | 5,7  | 5,1  | 4,3      | 4,8            | 3,7          |
| Streuung (d)   | 2,5                                    | 3,4  | 2,6  | 2,0      | 2,2            | 2,0          |
| Ursprüngliche Teilnehmer am<br>EWS-Wechselkursmechanismus<br>mit enger Bandbreite: (c) |  |      |      |          |                |              |
| Durchschnitt   | 2,1                                    | 3,0  | 3,3  | 3,3      | 3,7            | 2,8          |
| Streuung (d)   | 1,0                                    | 0,4  | 0,3  | 0,6      | 0,7            | 0,8          |
| USA  | 4,2                                    | 5,4  | 4,3  | 3,0      | 3,1            | 2,9          |
| Japan  | 1,0                                    | 3,1  | 3,3  | 1,7      | 2,7            | 1,2          |

Quelle: Nationale Angaben; BIZ.

(a) Teilweise geschätzt. (b) Im Jahr 1992 erhöhten sich die Verbraucherpreise in Ostdeutschland um 11,1%. In den zwölf Monaten bis Dezember 1992 betrug der Anstieg der Verbraucherpreise in Ostdeutschland 2,8%. Für Deutschland insgesamt wurden keine Zahlen berechnet. (c) Gewichtet mit den Verbrauchsausgaben für 1989 unter Zugrundelegung der Kaufkraftparitäten von 1989. (d) Gewichtete Standardabweichung.

TABELLE R4. EINKOMMEN JE BESCHÄFTIGTEN (a)

| Land   | Veränderung gegenüber dem Vorjahr in % |      |      |          |
|--|--|------|------|----------|
|  | 1987-89<br>Durchschnitt                | 1990 | 1991 | 1992 (b) |
| Belgien  | 3,1                                    | 5,8  | 6,8  | 5,7      |
| Dänemark   | 5,6                                    | 3,6  | 3,8  | 2,7      |
| Deutschland (West) (c)   | 3,0                                    | 4,8  | 6,0  | 5,4      |
| Griechenland   | 16,1                                   | 18,4 | 15,0 | 12,6     |
| Spanien  | 6,8                                    | 8,7  | 8,0  | 9,0      |
| Frankreich   | 4,5                                    | 5,2  | 4,3  | 4,1      |
| Irland   | 5,1                                    | 4,7  | 5,7  | 6,2      |
| Italien  | 8,6                                    | 10,5 | 8,8  | 4,7      |
| Luxemburg  | 4,9                                    | 7,0  | 4,4  | 5,1      |
| Niederlande  | 1,7                                    | 3,3  | 5,2  | 5,1      |
| Portugal   | 12,9                                   | 17,3 | 17,7 | 14,0     |
| Großbritannien   | 8,6                                    | 9,8  | 8,2  | 6,1      |
| EWG: (d)   |  |      |      |          |
| Durchschnitt   | 6,1                                    | 7,6  | 7,1  | 5,7      |
| Streuung (e)   | 2,9                                    | 3,2  | 2,4  | 2,0      |
| Ursprüngliche Teilnehmer am<br>EWS-Wechselkursmechanismus<br>mit enger Bandbreite: (d) |  |      |      |          |
| Durchschnitt   | 3,6                                    | 4,8  | 5,3  | 4,8      |
| Streuung (e)   | 1,0                                    | 0,6  | 0,9  | 0,8      |
| USA  | 4,2                                    | 4,9  | 5,1  | 2,4      |
| Japan  | 3,7                                    | 5,3  | 4,4  | 3,2      |

Quelle: Nationale Angaben; EG-Kommission.

(a) Gesamtwirtschaft; nominal. (b) Geschätzt. (c) Die entsprechenden Werte für 1992 belaufen sich auf 35,4% für Ostdeutschland und auf 9,7% für Deutschland insgesamt. (d) Gewichtet mit den BIP-Anteilen von 1989 unter Zugrundelegung der Kaufkraftparitäten von 1989. (e) Gewichtete Standardabweichung.

TABELLE R5:

FINANZIERUNGSSALDO DER ÖFFENTLICHEN HAUSHALTE INSGESAMT (a)

| Land   | In % des nominalen BIP  |       |       |          |
|--|-------------------------|-------|-------|----------|
|  | 1987-89<br>Durchschnitt | 1990  | 1991  | 1992 (b) |
| Belgien  | -7,0                    | -5,8  | -6,7  | -6,9     |
| Dänemark   | 0,8                     | -1,5  | -2,2  | -2,4     |
| Deutschland (c)  | -1,9                    | -3,1  | -3,9  | -3,8     |
| Griechenland   | -14,9                   | -17,4 | -15,4 | -9,1     |
| Spanien  | -3,1                    | -3,9  | -4,9  | -4,4     |
| Frankreich   | -1,6                    | -1,4  | -1,9  | -3,0     |
| Irland   | -4,4                    | -2,5  | -2,4  | -2,6     |
| Italien  | -10,5                   | -10,9 | -10,2 | -10,0    |
| Luxemburg  | 2,2                     | 3,3   | -1,5  | -2,5     |
| Niederlande  | -6,0                    | -4,4  | -3,5  | -3,8     |
| Portugal (d)   | -8,1                    | -6,1  | -5,7  | -5,0     |
| Großbritannien   | 0,2                     | -1,3  | -2,7  | -6,1     |
| EWG:   |                         |       |       |          |
| Durchschnitt   | -3,6                    | -4,2  | -4,7  | -5,3     |
| Streuung (e)   | 3,9                     | 3,9   | 3,1   | 2,5      |
| Ursprüngliche Teilnehmer am<br>EWS-Wechselkursmechanismus<br>mit enger Bandbreite: |                         |       |       |          |
| Durchschnitt   | -2,3                    | -2,7  | -3,2  | -3,6     |
| Streuung (e)   | 1,8                     | 1,3   | 1,3   | 0,9      |
| USA  | -2,0                    | -2,5  | -3,4  | -4,8     |
| Japan  | 1,5                     | 3,0   | 2,4   | 2,2      |

Quelle: Nationale Angaben; EG-Kommission.

(a) Die angegebenen Daten sind nicht unbedingt konsistent mit den Prinzipien und Definitionen, auf denen das Verfahren bei einem übermäßigen Defizit gemäß dem Maastricht-Vertrag beruht. Diese werden noch mit dem Ziel der Harmonisierung diskutiert. (b) Geschätzt. (c) Bis 1989 nur Westdeutschland. (d) Finanzierungsbedarf. (e) Gewichtete Standardabweichung.

TABELLE R6 LEISTUNGSBILANZSALDEN

| Land   | In % des nominalen BIP  |      |      |          |
|--|-------------------------|------|------|----------|
|  | 1987-89<br>Durchschnitt | 1990 | 1991 | 1992 (a) |
| Belgien-Luxemburg  | 2,2                     | 1,9  | 2,5  | 2,3      |
| Dänemark   | -1,7                    | 1,0  | 1,7  | 3,3      |
| Deutschland (b)  | 4,4                     | 3,0  | -1,2 | -1,3     |
| Griechenland   | -3,1                    | -5,3 | -2,1 | -2,7     |
| Spanien  | -1,2                    | -3,4 | -3,2 | -3,4     |
| Frankreich   | -0,5                    | -0,8 | -0,5 | 0,2      |
| Irland   | -0,5                    | 0,1  | 3,4  | 5,7      |
| Italien  | -0,7                    | -1,3 | -1,8 | -2,0     |
| Niederlande  | 2,5                     | 3,8  | 3,0  | 2,6      |
| Portugal   | -0,3                    | -0,3 | -1,0 | -0,2     |
| Großbritannien   | -2,9                    | -3,1 | -1,1 | -2,1     |
| EWG:   |                         |      |      |          |
| Durchschnitt   | 0,4                     | -0,3 | -0,9 | -1,0     |
| Streuung (c)   | 2,6                     | 2,5  | 1,4  | 1,7      |
| Ursprüngliche Teilnehmer am<br>EWS-Wechselkursmechanismus<br>mit enger Bandbreite: |                         |      |      |          |
| Durchschnitt   | 2,0                     | 1,5  | -0,2 | 0,1      |
| Streuung (c)   | 2,3                     | 1,8  | 1,4  | 1,6      |
| USA  | -2,7                    | -1,4 | 0,2  | -1,0     |
| Japan  | 2,8                     | 1,3  | 2,5  | 3,2      |

Quelle: Nationale Angaben; EG-Kommission.

(a) Geschätzt. (b) Bis 1989 nur Westdeutschland. (c) Gewichtete Standardabweichung.

TABELLE R7: WEITGEFASSTE GELDMENGENAGGREGATE (a)

| Land   | Veränderung 4. Quartal/4. Quartal in % |      |      |          |
|--|--|------|------|----------|
|  | 1987-89<br>Durchschnitt                | 1990 | 1991 | 1992 (b) |
| Belgien  | 10,2                                   | 5,7  | 9,8  | (c) 9,2  |
| Dänemark   | 3,1                                    | 8,1  | 5,6  | 1,3      |
| Deutschland (d)  | 5,9                                    | 5,6  | 5,2  | 9,4      |
| Griechenland   | 23,9                                   | 15,7 | 10,6 | 16,9     |
| Spanien  | 15,2                                   | 10,8 | 11,4 | 4,9      |
| Frankreich   | 8,9                                    | 8,2  | 3,9  | 5,9      |
| Irland   | 6,8                                    | 16,7 | 5,2  | 8,3      |
| Italien  | 8,1                                    | 9,6  | 8,3  | 5,9      |
| Luxemburg  | 21,3                                   | 25,1 | 2,1  | 9,0      |
| Niederlande  | 8,9                                    | 6,7  | 5,7  | 6,3      |
| Portugal   | 16,1                                   | 15,6 | 14,7 | 13,4     |
| Großbritannien   | 17,1                                   | 12,1 | 6,2  | 3,7      |
| EWG: (e)   |  |      |      |          |
| Durchschnitt   | 10,6                                   | 9,3  | 6,9  | 6,5      |
| Streuung (f)   | 4,6                                    | 3,4  | 2,8  | 2,5      |
| Ursprüngliche Teilnehmer am<br>EWS-Wechselkursmechanismus<br>mit enger Bandbreite: (e) |  |      |      |          |
| Durchschnitt   | 7,7                                    | 6,7  | 5,1  | 7,3      |
| Streuung (f)   | 2,0                                    | 2,3  | 1,0  | 1,8      |
| USA  | 4,8                                    | 4,0  | 3,0  | 1,9      |
| Japan  | 10,6                                   | 9,2  | 3,1  | -0,2     |

Quelle: Nationale Angaben; BIZ.

(a) Die folgenden Aggregate wurden gewählt: Belgien: M4H; Dänemark: M (= M3H); Deutschland: M3; Griechenland: M3; Spanien: ALP; Frankreich: M3; Irland: M3E (= M3H); Italien: M2 (= M3H); Luxemburg: M3H; Niederlande: M3H; Portugal: L-; Großbritannien: M4; USA: M2; Japan: M2+CD. Die Werte für die EWG und die Teilnehmer am EWS-Wechselkursmechanismus wurden für M3H berechnet (harmonisiertes Aggregat). (b) Teilweise geschätzt. (c) Prozentuale Veränderung 3. Quartal/3. Quartal. (d) Bis 1989 nur Westdeutschland. (e) Gewichtet mit den BIP-Anteilen von 1989 unter Zugrundelegung der Kaufkraftparitäten von 1989. (f) Gewichtete Standardabweichung.

## **II GELDPOLITISCHE INSTRUMENTE UND VERFAHREN IN DEN MITGLIEDSLÄNDERN**

Es besteht volle Übereinstimmung unter den Zentralbanken der Mitgliedsländer, daß das Ziel der Geldpolitik letztlich die Herstellung und Sicherung der Preisstabilität sein sollte. Es gibt jedoch Unterschiede bei der Umsetzung der Geldpolitik. In einigen Ländern wird ein Zwischenziel für das Geldmengenwachstum oder dessen inländische Komponente vorgegeben, während in anderen Ländern die Geldpolitik primär durch die Verfolgung eines Wechselkursziels bestimmt wird. In Großbritannien haben sich die Währungsbehörden nach dem Ausscheiden des Pfund Sterling aus dem Wechselkursmechanismus ausdrücklich für ein Inflationsziel entschieden. Trotz dieser Unterschiede sind die Geldmarktsätze jedoch in allen Mitgliedsländern eine wichtige, wenn nicht sogar die wichtigste operative Zielvariable bei der täglichen Umsetzung der Geldpolitik. Überdies hat die zunehmende Verwendung marktorientierter Techniken in den letzten Jahren zur Annäherung der geldpolitischen Instrumente und Verfahren geführt, die die Mitgliedszentralbanken zur Beeinflussung der kurzfristigen Marktsätze einsetzen (siehe Anhang I, in dem die wichtigsten Änderungen seit Beginn der ersten Stufe dargestellt sind).

Tabelle 6 gibt eine Übersicht über die wichtigsten geldpolitischen Instrumente und Verfahren in den Ländern der Gemeinschaft. Sie zeigt, daß Offenmarktgeschäfte derzeit in den meisten Mitgliedsländern das wichtigste geldpolitische Instrument darstellen. Es gibt jedoch weiterhin Unterschiede zwischen den Ländern, insbesondere was den Einsatz der Mindestreserve, den Stellenwert permanenter Zentralbanklinien (wie den Diskontkredit, andere Formen der direkten Kreditgewährung oder Anlagemöglichkeiten) und die Häufigkeit von Zentralbankoperationen am Markt anbelangt. Außerdem haben die Mitgliedsnotenbanken unterschiedliche Möglichkeiten, ihre geldpolitischen Absichten zu signalisieren.

### **1 HAUPTSÄCHLICHE INSTRUMENTE**

Die Zentralbanken beeinflussen die Geldmarktsätze durch die Bedingungen, zu denen sie den Bedarf der Banken an Zentralbankgeld befriedigen, das entweder zum Ausgleich der Abrechnungssalden oder zur Erfüllung der gesetzlichen Mindestreservanforderungen notwendig ist. Es kann jedoch auch Situationen geben, wo die Zentralbankeinlagen den Bedarf der Banken übersteigen. In diesen Fällen beeinflussen die Zentralbanken die kurzfristigen Marktsätze durch die Vorgabe der Bedingungen, zu denen sie Anlagemöglichkeiten anbieten, kurzfristige Schuldtitel emittieren oder Aktiva verkaufen.

TABELLE 6: GELDPOLITISCHE INSTRUMENTE UND VERFAHREN

| Position  | Belgien                             | Dänemark                            | Deutsch-land   | Griechen-land                       | Spanien                             | Frankreich                          | Irland                              | Italien   | Nieder-lande                        | Portugal                            | Groß-britannien                     |
|---|-------------------------------------|-------------------------------------|--|-------------------------------------|-------------------------------------|-------------------------------------|-------------------------------------|---|-------------------------------------|-------------------------------------|-------------------------------------|
| MINDESTRESERVE ZU GELDPOLITISCHEN ZWECKEN               |                                     |                                     |  |                                     |                                     |                                     |                                     |   |                                     |                                     |                                     |
| - Umfang (% des BIP) (a)                                | NEIN                                | NEIN                                | JA<br>2,7<br>Nein  | JA<br>3,9<br>Teilweise              | JA<br>2,0<br>Nein                   | JA<br>0,1<br>Nein                   | JA<br>1,8<br>Unter Marktsatz        | JA<br>8,0<br>Teilweise                            | NEIN                                | JA<br>16,1<br>Teilweise             | NEIN                                |
| - Verzinsung  | -                                   | -                                   | -  | -                                   | -                                   | -                                   | -                                   | -   | -                                   | -                                   | -                                   |
| DAUERHAFTES FINANZIERUNGSLINIEN                         |                                     |                                     |  |                                     |                                     |                                     |                                     |   |                                     |                                     |                                     |
| - Kreditfazilitäten unter bzw. nahe an Marktkonditionen | <input type="checkbox"/>            | -                                   | <input checked="" type="checkbox"/><br>(Unter Marktsatz) | -                                   | -                                   | -                                   | -                                   | <input checked="" type="checkbox"/><br>(Marktnah) | <input checked="" type="checkbox"/> | -                                   | -                                   |
| - Einlagefazilitäten                                    | <input type="checkbox"/>            | <input type="checkbox"/>            | -  | -                                   | -                                   | -                                   | <input checked="" type="checkbox"/> | -   | -                                   | -                                   | -                                   |
| - Spitzenausgleich                                      | <input type="checkbox"/>            | -                                   | <input type="checkbox"/>                                 | <input checked="" type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/>            | <input type="checkbox"/>            | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/>               | <input type="checkbox"/>            | <input type="checkbox"/>            | <input checked="" type="checkbox"/> |
| OFFENMARKTGESCHÄFTE                                     |                                     |                                     |  |                                     |                                     |                                     |                                     |   |                                     |                                     |                                     |
| 1. Arten (b)  |                                     |                                     |  |                                     |                                     |                                     |                                     |   |                                     |                                     |                                     |
| - Outright-Geschäfte (c)                                | <input type="checkbox"/>            | <input checked="" type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/>                                 | <input checked="" type="checkbox"/> | -                                   | <input checked="" type="checkbox"/> | -                                   | <input checked="" type="checkbox"/>               | <input type="checkbox"/>            | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> |
| - Pensionsgeschäfte in inländischen Wertpapieren        | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/>                      | <input type="checkbox"/>            | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/>               | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> |
| - Devisenwapengeschäfte                                 | <input checked="" type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/>            | <input type="checkbox"/>                                 | <input type="checkbox"/>            | <input type="checkbox"/>            | -                                   | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/>               | <input type="checkbox"/>            | <input type="checkbox"/>            | -                                   |
| 2. Häufigkeit (d)                                       |                                     |                                     |  |                                     |                                     |                                     |                                     |   |                                     |                                     |                                     |
| - Häufigkeit  | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/>                                 | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/>               | <input type="checkbox"/>            | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> |
| 3. Bietungsverfahren (b)                                |                                     |                                     |  |                                     |                                     |                                     |                                     |   |                                     |                                     |                                     |
| - Mengentender  | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/>                                 | -                                   | <input type="checkbox"/>            | -                                   | -                                   | -   | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> | -                                   |
| - Zinstender  | <input type="checkbox"/>            | -                                   | <input checked="" type="checkbox"/>                      | <input type="checkbox"/>            | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/>               | -                                   | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> |

"-" Nicht anwendbar oder nicht genutzt.

(a) Ausstehender Betrag per Ende 1992.

(b) Bedeutung für die Bereitstellung (oder Absorption) von Liquidität für die (oder von den) Märkte(n):

(c) Enthält bei Dänemark und Portugal Emissionen von Einlagezertifikaten durch die Zentralbank sowie ungesicherte Überziehungen bei Griechenland.

(d)  Ca. einmal pro Woche  Mehrmals pro Woche  Gering  Mittel  Hoch

In vielen Ländern tragen *Mindestreserveerfordernisse* dazu bei, die Nachfrage nach Zentralbankgeld auszulösen oder diese zu erhöhen. Sofern die Reservepflicht nur im Periodendurchschnitt erfüllt werden muß, wie dies in den Gemeinschaftsländern üblicherweise der Fall ist, besteht für das Bankensystem jedoch die Möglichkeit, temporäre Liquiditätsüberschüsse oder -fehlbeträge im Markt ohne Rückgriff auf die Zentralbank auszugleichen. Dadurch können Ausschläge der sehr kurzfristigen Zinssätze verringert werden. Mindestreserven stellen allerdings eine indirekte Steuer auf Bankgeschäfte dar, sofern sie nicht zu Marktsätzen verzinst werden, und können deshalb zur Beeinträchtigung oder Verlagerung von Bankgeschäften führen. Um dies zu verhindern, ziehen es einige Mitgliedstaaten vor, die Mindestreserve entweder zu Marktsätzen zu verzinsen oder keine Mindestreserveanforderungen für geldpolitische Zwecke vorzugeben und stattdessen - wenn notwendig - andere Mittel zu benutzen, um einen Liquiditätsengpaß am Markt herbeizuführen.

*Permanente Linien* werden von den Zentralbanken zu vorab genannten Sätzen angeboten und können auf Initiative der einzelnen Geschäftsbanken in Anspruch genommen werden. Diese Linien spielen in vielen Fällen nach wie vor eine wichtige Rolle bei der Steuerung der Geldmarktkonditionen und der Signalisierung der geldpolitischen Absichten der Währungsbehörden. Kreditlinien mit einem unter dem Marktsatz liegenden Zins stellen lediglich in den Niederlanden - über normale Überziehungen des laufenden Kontos - und in Deutschland - über die Rediskontierung von Handelswechseln - einen nennenswerten Teil des Angebots an Zentralbankgeld dar. In der Mehrzahl der Gemeinschaftsländer sind solche Fazilitäten nicht vorhanden oder werden nicht extensiv genutzt. In einigen wenigen Ländern werden Anlagemöglichkeiten angeboten, um überschüssige Liquidität zu absorbieren, und in einigen Fällen wird damit eine Untergrenze für die sehr kurzfristigen Marktzinsen eingezogen. Die meisten Zentralbanken bieten schließlich eine Überziehungslinie zur Finanzierung von Abrechnungssalden am Tagesschluß an. Bei Inanspruchnahme einer solchen Fazilität wird typischerweise ein Strafzins erhoben, der häufig eine Obergrenze für die sehr kurzfristigen Marktsätze bildet.

Ein gemeinsames Merkmal der geldpolitischen Steuerung in der Gemeinschaft während des letzten Jahrzehnts war der zunehmende Rückgriff auf *Offenmarktgeschäfte* anstelle von Linien zur Dauerfinanzierung. Heutzutage bevorzugen die meisten Mitgliedsnotenbanken Offenmarktoperationen, da ihre Anwendung im Ermessen der Zentralbank liegt und die Liquiditätsverteilung und die Signalgebung marktmäßig erfolgen.

*Definitive Geschäfte am offenen Markt* (outright transactions) werden zwar in den meisten Mitgliedsländern getätigt; sie stellen jedoch nur in Großbritannien, Dänemark und Portugal ein bedeutendes Instrument dar. Mehr als die Hälfte der Operationen der Bank of England am offenen Markt sind definitive Käufe von

Wechseln mit unterschiedlichen Laufzeiten. Seit April 1992 emittiert die Danmarks Nationalbank regelmäßig Einlagenzertifikate, wobei der Zinssatz dieser Zertifikate die Marktsätze steuert. Die Zertifikate können von der Zentralbank zurückgekauft werden, wenn sich die Notwendigkeit der Liquiditätsbereitstellung ergibt. In Portugal werden Liquiditätsüberschüsse im Markt normalerweise durch die Emission von Zentralbanktiteln abgebaut. Nach der deutlichen Reduzierung der Mindestreservepflicht im Frühjahr 1993 emittierte die Deutsche Bundesbank Liquiditätspapiere in Form von unverzinslichen Schatzanweisungen. Die Papiere können sowohl an Banken als auch an Nichtbanken abgegeben werden.

In den meisten Mitgliedsländern haben sich *reversible Geschäfte in inländischen Wertpapieren* zum Hauptinstrument zur Steuerung der Geldmarktkonditionen entwickelt. Käufe mit anschließendem Rückverkauf ("repos"), die einen Kauf von Wertpapieren unter der Bedingung darstellen, daß diese zu einem bestimmten zukünftigen Zeitpunkt zu einem bestimmten Preis vom Verkäufer zurückerworben werden, dienen der Liquiditätsbereitstellung, während die umgekehrten Transaktionen, Verkäufe mit Rückkaufsvereinbarung ("reverse repos") zum Liquiditätsabbau eingesetzt werden. Die Attraktivität dieser Operationen beruht darauf, daß sie rasch implementiert werden können und zu keinen Kursbewegungen bei den dabei verwandten Aktiva führen. Außerdem behält die Zentralbank die Initiative hinsichtlich der Festlegung des Betrags, des Zeitpunktes und der Laufzeit der Kontrakte und der Entscheidung darüber, ob die Geschäfte bei Fälligkeit erneuert werden oder nicht.

*Devisenswapgeschäfte* (die Kombination eines Kassa- und eines Termingeschäfts) können als binnenwirtschaftlich orientiertes geldpolitisches Instrument eingesetzt werden, ohne direkte Wechselkurswirkungen zu erzeugen. Hinsichtlich der Laufzeiten und der Volumina sind sie sehr flexibel. In Irland, wo sie gleichmäßig abgewickelt werden können, stellen derartige Transaktionen ein wichtiges geldpolitisches Instrument dar. Dieses Instrument wird gelegentlich auch in anderen Mitgliedsländern eingesetzt; insbesondere dann, wenn eine Zentralbank die Auswirkungen großer Devisenbewegungen auf die inländische Liquiditätslage zu neutralisieren sucht.

## **2 HAUPTSÄCHLICHE VERFAHREN**

Die in den Mitgliedsländern angewandten geldpolitischen Verfahren unterscheiden sich insbesondere hinsichtlich der Häufigkeit der Zentralbankinterventionen, der Vorgabe von Volumina und Zinssätzen für die Transaktionen und der Anzahl der Kontrahenten bei den Geschäften.

Die *Häufigkeit* von Offenmarktgeschäften ist oft von deren Laufzeit abhängig. Sie kann auch ein Reflex des finanztechnischen Umfeldes, insbesondere des Stellenwertes der Mindestreserve sein. In Großbritannien zum Beispiel, wo keine Mindestreservepflicht besteht, kann die Zentralbank mehrmals täglich am Geldmarkt inter-

venieren. Demgegenüber schließt die Zentralbank in Deutschland, wo die Mindestreserve eine wichtige Rolle bei der Stabilisierung der Nachfrage nach Zentralbankgeld spielt, normalerweise nur einmal wöchentlich Geschäfte ab. In Frankreich hat die Häufigkeit der Interventionen der Zentralbank an den Märkten in letzter Zeit tendenziell zugenommen. Dies ist zum Teil auf die Reduzierung der Mindestreservepflicht zurückzuführen. Die Häufigkeit der Operationen kann in einigen Fällen auch den von der Zentralbank gewünschten Grad der Kontrolle über die kurzfristigen Marktsätze widerspiegeln.

Im Falle permanenter Linien werden die Zinssätze im voraus von den Zentralbanken bekanntgegeben, während das Volumen von der Nachfrage der Banken bestimmt wird, üblicherweise jedoch innerhalb bestimmter Grenzen. Offenmarktgeschäfte ermöglichen es den Zentralbanken, über verschiedene Bietungsverfahren *Zinssätze und/oder Volumina* flexibler zu gestalten. "Mengentender", bei denen die Banken lediglich Volumensgebote zu vorab von der Zentralbank festgesetzten Zinssätzen abgeben, dienen dazu, die geldpolitischen Absichten deutlich zu machen und die Markterwartungen zu stabilisieren. Bei "Zinstender"-Verfahren, bei denen die Gebote der Banken sowohl eine Volumens- als auch eine Zinsangabe enthalten, wird den Marktkräften bei der Zinsbestimmung ein größeres Gewicht eingeräumt. Die meisten Mitgliedsnotenbanken neigen dazu, nur eines der beiden Verfahren einzusetzen; einige nutzen jedoch entsprechend der jeweiligen Situation die Vorteile der unterschiedlichen Bietungsformen.

Hinsichtlich der Anzahl der *Partner*, mit denen die Zentralbanken Geschäfte tätigen - mit allen Teilnehmern am Geldmarkt oder nur mit einigen wenigen Intermediären -, variiert die Praxis der Gemeinschaftsländer. In Großbritannien und Belgien tätigt die Notenbank aus Gründen der betriebstechnischen Effizienz den Großteil der Geschäfte nur mit einigen wenigen spezialisierten Partnern. Die meisten übrigen Zentralbanken operieren mit allen Marktteilnehmern. In einigen Ländern können jedoch einige große Banken oder Marktführer herausgegriffen werden, wenn die Zentralbank mit Instrumenten der Feinsteuerung eine rasche Änderung der Marktsätze herbeiführen will.

### 3 ANKÜNDIGUNG DER GELDPOLITISCHEN ABSICHTEN

Die Zentralbanken signalisieren ihre Politik dem Markt in erster Linie mittels ihrer "Leitzinsen" (vgl. Schaubild 6 auf Seite 23). Dies sind häufig die Sätze, die auf permanente Linien Anwendung finden; es können aber auch Zinssätze sein, zu denen die Zentralbanken über Offenmarktgeschäfte Liquidität bereitstellen oder absorbieren. Einige Mitgliedszentralbanken benutzen im wesentlichen einen einzigen Leitzins sowohl zur Steuerung der Marktsätze als auch zum Signalisieren der geldpolitischen Absichten.

Dies ist z.B. in Irland der Fall. Andere verwenden unterschiedliche Zinssätze, wodurch eine größere Flexibilität sowohl in bezug auf die Ausführung der Geschäfte als auch auf die Übermittlung der geldpolitischen Signale erreicht werden kann. In einigen Fällen limitiert ein Notenbanksatz die Marktsätze nach oben oder unten, während ein anderer dazu dient, die Marktsätze zu lenken. In anderen Fällen bilden zwei Notenbanksätze einen Korridor für die kurzfristigen Marktsätze, innerhalb dessen sie durch Geldmarktoperationen der Zentralbank gesteuert werden. Dies ist z.B. in Belgien der Fall.

Die Zentralbanken können ihre geldpolitischen Absichten auch durch eine Änderung der Verfahren, insbesondere der Art des Bietungsverfahrens oder der Laufzeit von Offenmarktgeschäften, signalisieren. So wechseln z.B. manche Zentralbanken vom Zinstender zum Mengentender, um die Markterwartungen zu stabilisieren oder die Wirkung einer Anpassung der offiziellen Zinssätze zu verstärken, wie es z.B. die Deutsche Bundesbank im September 1992 getan hat.

### **III INSTITUTIONELLE MERKMALE DER ZENTRALBANKEN DER GEMEINSCHAFT**

#### **1 GESETZLICHER RAHMEN UND UNABHÄNGIGKEIT**

Im Vertrag über die Europäische Union ist der eindeutige Auftrag des Europäischen Systems der Zentralbanken (ESZB) zur Sicherung der Preisstabilität niedergelegt. Um diesen Auftrag zu erfüllen, ist es wichtig, daß die Beschlußorgane des ESZB keinen Weisungen anderer Behörden unterliegen, die im Widerspruch zu diesem Ziel stehen könnten.

Dementsprechend sind in der Satzung des ESZB einige Bestimmungen verankert, die sicherstellen, daß das System bei der Wahrnehmung der ihm übertragenen Aufgaben unabhängig ist. Insbesondere schreibt die Satzung vor, daß weder die EZB, noch die nationalen Zentralbanken, noch ein Mitglied ihrer Beschlußorgane bei ihrem Tätigwerden Weisungen von nationalen Behörden oder Gemeinschaftseinrichtungen entgegennehmen dürfen. Darüber hinaus stellt die Satzung sicher, daß die Amtszeit der Mitglieder der Beschlußorgane garantiert ist, damit diese ihren Pflichten nachkommen können. Zusätzlich zu den Bestimmungen, die die politische oder institutionelle Unabhängigkeit sichern, ist die wirtschaftliche oder sachliche Unabhängigkeit des Systems durch funktionelle, operationelle und finanzielle Vorkehrungen in der Satzung gesichert.

Nach Art. 108 des Vertrages hat jeder Mitgliedstaat sicherzustellen, daß spätestens zum Zeitpunkt der Errichtung des ESZB seine innerstaatlichen Rechtsvorschriften, einschließlich der Satzung seiner Zentralbank, mit dem Vertrag und der Satzung des ESZB in Einklang stehen<sup>1</sup>. Artikel 109 e (5) sieht vor, daß der zur Unabhängigkeit der Zentralbanken führende Prozeß in der zweiten Stufe eingeleitet wird. Das in Art. 104 des Vertrags verankerte Verbot für die Zentralbanken, Überziehungen oder sonstige Kredite an die öffentliche Hand zu gewähren, ist vom Beginn der zweiten Stufe an wirksam (vgl. Art. 109 e (3) des Vertrags)<sup>2</sup>.

Einige Länder haben beschlossen, den Prozeß einzuleiten, der zur vollständigen Unabhängigkeit ihrer Zentralbank führt. Vor diesem Hintergrund gibt der folgende Abschnitt einen kurzen Überblick über die gegenwärtigen institutionellen Merkmale der

---

<sup>1</sup> Diese Bestimmung findet auf Großbritannien keine Anwendung, solange es nicht an der dritten Stufe der WWU teilnimmt (siehe Ziffer 5 und 11 des Protokolls über einige Bestimmungen betreffend das Vereinigte Königreich) Außerdem impliziert der Beschluß der Staats- und Regierungschefs anlässlich ihres Gipfeltreffens am 11./12. Dezember 1992 in Edinburgh, daß Dänemark (das notifiziert hat, daß es nicht an der dritten Stufe der WWU teilnehmen wird) seine bestehenden Zuständigkeiten im Bereich der Geldpolitik, einschließlich der geldpolitischen Befugnisse der Danmarks Nationalbank, gemäß seinen nationalen Gesetzen und Bestimmungen aufrecht erhalten wird.

<sup>2</sup> Gemäß Ziffer 11 des Protokolls über einige Bestimmungen betreffend das Vereinigte Königreich kann die Regierung ihre "Ways and Means"-Fazilität bei der Bank of England beibehalten, solange das Vereinigte Königreich nicht an der dritten Stufe der WWU teilnimmt.

TABELLE 7: INSTITUTIONELLE MERKMALE DER GEMEINSCHAFTS-ZENTRALBANKEN

| Position  | BANQUE NATIONALE DE BELGIQUE  | DANMARKS NATIONALBANK   | DEUTSCHE BUNDESBANK  | BANK VON GRIECHENLAND   | BANCO DE ESPAÑA   | BANQUE DE FRANCE   |
|---|---|---|--|---|---|--|
| GESETZLICH VERANKERTES HAUPTZIEL                  | Keine explizite Nennung; jedoch implizit Sicherung der Währung  | Aufrechterhaltung eines sicheren und stabilen Währungssystems   | Sicherung der Währung  | Kontrolle des Geldumlaufs und der Kreditversorgung  | Geldwertsicherung   | Überwachung des Geld- und Kreditwesens   |
| GESETZLICHE BEFUGNIS FÜR:                         |   |   |  |   |   |  |
| 1 – Wechselkursystem                              | 1 – Regierung   | 1 – Regierung   | 1 – Regierung  | 1 – Regierung   | 1 – Regierung   | 1 – Regierung  |
| 2 – Vorgabe von Zielen für das Geldmengenwachstum | 2 – Zentralbank (gegenwärtig keine Zielvorgabe)   | 2 – Zentralbank (gegenwärtig keine Zielvorgabe)   | 2 – Zentralbank  | 2 – Zentralbank   | 2 – Regierung   | 2 – Zusammen mit Regierung   |
| 3 – Änderung der Leitzinsen                       | 3 – Zentralbank   | 3 – Zentralbank   | 3 – Zentralbank  | 3 – Zentralbank   | 3 – Zentralbank   | 3 – Zusammen mit Regierung   |
| VERANTWORTLICH FÜR:                               |   |   |  |   |   |  |
| 1 – Ausführung der Geld- und Wechselkurspolitik   | 1 – Ja  | 1 – Ja  | 1 – Ja   | 1 – Ja  | 1 – Ja  | 1 – Ja   |
| 2 – Ausgabe von Banknoten                         | 2 – Ja  | 2 – Ja  | 2 – Ja   | 2 – Ja  | 2 – Ja  | 2 – Ja   |
| 3 – Dienstleistungen im Zahlungsverkehr           | 3 – Ja  | 3 – Ja  | 3 – Ja   | 3 – Ja  | 3 – Ja  | 3 – Ja   |
| 4 – Bank der Banken und des Staates               | 4 – Ja  | 4 – Ja  | 4 – Ja   | 4 – Ja  | 4 – Ja  | 4 – Ja   |
| 5 – Aufsicht über Finanzinstitute                 | 5 – Nein  | 5 – Nein  | 5 – Nein   | 5 – Ja  | 5 – Ja  | 5 – Ja   |
| 6 – Sicherung der Stabilität des Finanzsystems    | 6 – Ja  | 6 – Ja  | 6 – Ja   | 6 – Ja  | 6 – Ja  | 6 – Ja   |
| 7 – Verwaltung der offiziellen Währungsreserven   | 7 – Ja  | 7 – Ja  | 7 – Ja   | 7 – Ja  | 7 – Ja  | 7 – Ja   |
| ORGANE  | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Präsident</li> <li>- Direktorium</li> <li>- Regentschaftsrat</li> <li>- Prüfungsrat</li> <li>- Generalrat</li> </ul>                 | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Gouverneur</li> <li>- Direktorium</li> <li>- Ausschuß der Direktoren</li> <li>- Königlich-Bankkommissar</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Zentralbankrat</li> <li>- Direktorium</li> <li>- Vorstände der Landeszentralbanken</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Generalrat</li> </ul>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Präsident</li> <li>- Vizepräsident</li> <li>- Generalrat</li> <li>- Exekutivrat</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Präsident</li> <li>- Vizepräsidenten (2)</li> <li>- Generalrat</li> </ul>           |
| ERNENNUNG DES PRÄSIDENTEN                         |   |   |  |   |   |  |
| Durch:  | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Krone auf Vorschlag der Regierung</li> </ul>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Krone auf Vorschlag der Regierung</li> </ul>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Bundepräsident auf Vorschlag der Bundesregierung nach Anhörung des Zentralbankrats</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Regierung auf Vorschlag des Generalrats</li> </ul>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Krone auf Vorschlag des Regierungschefs</li> </ul>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Ministerrat</li> </ul>  |
| Amtszeit:   | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 5 Jahre (erneuerbar)</li> </ul>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Keine festgelegte Amtszeit</li> </ul>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Normalerweise 8 Jahre, mind. 2 Jahre (erneuerbar)</li> </ul>                                  | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 4 Jahre (erneuerbar)</li> </ul>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 4 Jahre (erneuerbar)</li> </ul>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Keine festgelegte Amtszeit</li> </ul>   |
| GEPLANTE ÄNDERUNGEN                               | <p>Gesetz zum Verbot der "monetären Finanzierung" und zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Zentralbank bei geldpolitischen Entscheidungen im März 1993 verabschiedet</p> | Keine   | Keine  | Überlegungen zu Plänen, die Unabhängigkeit der Zentralbank in naher Zukunft auszuweiten und das Statut besser in Einklang mit dem Maastricht-Vertrag zu bringen | Gesetzentwurf kürzlich dem Parlament übermittelt, der alle Vorschriften des Maastricht-Vertrages für die Zentralbanken einführt     | Regierung ist entschlossen, die Satzung der Zentralbank anzupassen; bisher noch kein offizieller Gesetzesvorschlag vorgelegt |

TABELLE 7 (Fortsetzung): INSTITUTIONELLE MERKMALE DER GEMEINSCHAFTS-ZENTRALBANKEN

| Position  | CENTRAL BANK OF IRELAND  | BANCA D'ITALIA   | INSTITUT MONÉTAIRE LUXEMBOURGEOIS   | NEDERLANDSCHE BANK  | BANCO DE PORTUGAL   | BANK OF ENGLAND   |
|---|--|--|---|---|---|---|
| GESETZLICH VERANKERTES HAUPTZIEL                  | Sicherung der Währung  | Keine explizite Nennung; jedoch implizit Sicherung der Währung   | Förderung der Währungsstabilität  | Geldwertersicherung   | Aufrechterhaltung der internationalen Geldwertstabilität und des Außenwerts der Währung   | Keine explizite Nennung, jedoch implizit Sicherung der Währung                |
| GESETZLICHE BEFUGNIS FÜR:                         |  |  |   |   |   |   |
| 1 - Wechselkursystem                              | 1 - Regierung  | 1 - Regierung  | 1 - Regierung   | 1 - Regierung   | 1 - Regierung   | 1 - Regierung   |
| 2 - Vorgabe von Zielen für das Geldmengenwachstum | 2 - Zentralbank (gegenwärtig keine Zielvorgabe)  | 2 - Zusammen mit Regierung   | 2 - Nicht anwendbar   | 2 - Zentralbank (gegenwärtig keine Zielvorgabe)   | 2 - Zentralbank (gegenwärtig keine Zielvorgabe)   | 2 - Regierung   |
| 3 - Änderung der Leitzinsen                       | 3 - Zentralbank  | 3 - Zentralbank  | 3 - Nicht anwendbar   | 3 - Zentralbank   | 3 - Zentralbank   | 3 - Zusammen mit Regierung  |
| VERANTWORTLICH FÜR:                               |  |  |   |   |   |   |
| 1 - Ausführung der Geld- und Wechselkurspolitik   | 1 - Ja   | 1 - Ja   | 1 - Ja (teilweise)  | 1 - Ja  | 1 - Ja  | 1 - Ja  |
| 2 - Ausgabe von Banknoten                         | 2 - Ja   | 2 - Ja   | 2 - Ja  | 2 - Ja  | 2 - Ja  | 2 - Ja  |
| 3 - Dienstleistungen im Zahlungsverkehr           | 3 - Ja   | 3 - Ja   | 3 - Nein  | 3 - Ja  | 3 - Ja  | 3 - Ja  |
| 4 - Bank der Banken und des Staates               | 4 - Ja   | 4 - Ja   | 4 - Nein  | 4 - Ja  | 4 - Ja  | 4 - Ja  |
| 5 - Aufsicht über Finanzinstitute                 | 5 - Ja   | 5 - Ja   | 5 - Ja  | 5 - Ja  | 5 - Ja  | 5 - Ja  |
| 6 - Sicherung der Stabilität des Finanzsystems    | 6 - Ja   | 6 - Ja   | 6 - Ja  | 6 - Ja  | 6 - Ja  | 6 - Ja  |
| 7 - Verwaltung der offiziellen Währungsreserven   | 7 - Ja   | 7 - Ja (zusammen mit der italienischen Devisenbehörde)   | 7 - Ja  | 7 - Ja  | 7 - Ja  | 7 - Ja (als Agent der Regierung)  |
| ORGANE  | - Direktorium  | - Präsident, Generaldirektor, 2 stellvert. Generaldirektoren (Direktorium)<br>- Ausschuß der Direktoren  | - Direktorium<br>- Rat  | - Verwaltungsrat<br>- Aufsichtsrat  | - Präsident<br>- Direktorium<br>- Rat der Revisoren<br>- Beratender Ausschuß  | - Direktorium   |
| ERNENNUNG DES PRÄSIDENTEN                         |  |  |   |   |   |   |
| Durch:  | - Präsident auf Vorschlag der Regierung  | - Ausschuß der Direktoren mit Zustimmung der Regierung   | - Großherzog auf Vorschlag des Ministerrates  | - Nominiert bei gemeinen Treffen von Verwaltungsrat und Aufsichtsrat; ernannt von Krone auf Vorschlag des Ministerrates | - Ministerrat auf Vorschlag des Finanzministers   | - Krone auf Vorschlag des Premierministers                                    |
| Amtszeit:   | - 7 Jahre (erneuerbar)   | - Auf Lebenszeit   | - 6 Jahre (erneuerbar)  | - 7 Jahre (erneuerbar)  | - 5 Jahre (erneuerbar)  | - 5 Jahre (erneuerbar)  |
| GEPLANTE ÄNDERUNGEN                               | Bis Ende 1993 wird ein Gesetzesvorschlag, der eine Änderung der Zentralbankgesetzgebung beinhaltet, ins Parlament eingebracht werden | - Gesetzesentwurf zur Abschaffung aller Arten von Vorschüssen an das Schatzamt und zur Befugnis, den Mindestreserve-satz festzusetzen<br>- Andere institutionelle Änderungen zur Erfüllung des Maastricht-Vertrages werden geprüft | Ein Gesetzesvorschlag, der die im Maastricht-Vertrag geforderten Änderungen implementiert, ist im IML in Vorbereitung | Die für Stufe 2 erforderlichen Gesetzesänderungen werden voraussichtlich noch vor dem Sommer 1993 vorgelegt             | Gesetzänderung, um Zeichnungsverbot für Schatzwechsel zu erreichen. Die zur Erfüllung des Maastricht-Vertrages notwendigen institutionellen Änderungen werden innerhalb des vorgeschriebenen Zeitrahmens vorgenommen werden | Keine Änderungen werden nötig, wenn Großbritannien an dritter Stufe teilnimmt |

nationalen Zentralbanken in der Gemeinschaft (siehe Tabelle 7). Die Darstellung ist auf die wichtigsten Aspekte konzentriert, während Anhang II eine umfassende Beschreibung der nationalen Merkmale enthält.

## **2 ZIELE UND AUFGABEN DER ZENTRALBANKEN**

Nicht allen Zentralbanken der Gemeinschaft ist gesetzlich ein eindeutiges Ziel vorgegeben. Nichtsdestoweniger besteht ein allgemeiner Konsens unter ihnen, daß das Hauptziel ihrer Politik die Sicherung des Geldwertes oder anders ausgedrückt, die Verfolgung der Preisstabilität ist. Selbst in den Fällen, wo dies nicht als gesetzlicher Auftrag verankert ist, wird es als fundamentale geldpolitische Verantwortung angesehen.

Die Hauptaufgaben der Mitgliedszentralbanken sind recht ähnlich. Alle tragen die Verantwortung für die Ausführung der Geldpolitik und der Devisenmarktgeschäfte. Außerdem emittieren die Zentralbanken typischerweise Banknoten, fungieren als Bank der Geschäftsbanken, offerieren Dienstleistungen als "fiscal agent" für die Regierung, verwalten die offiziellen Währungsreserven und haben eine Verantwortung hinsichtlich der Zahlungssysteme. Die Zentralbanken haben in der Regel auch den expliziten Auftrag, die Stabilität der Finanzmärkte zu sichern. Die meisten Zentralbanken sind kraft Gesetzes verantwortlich für die Bankenaufsicht. Belgien, Dänemark und Deutschland bilden hiervon eine Ausnahme.

## **3 DIE DURCHFÜHRUNG DER GELD- UND WECHSELKURSPOLITIK**

Trotz der großen Ähnlichkeit bei den Hauptaufgaben gibt es gravierende Unterschiede hinsichtlich des Verantwortungsgrades bei der Festlegung und Ausführung der Geldpolitik.

### *Formulierung und Umsetzung der Geldpolitik*

Der Grad der tatsächlichen Unabhängigkeit der einzelnen Notenbanken bei der Festlegung der Geldpolitik, wie z. B. bei der Festsetzung der quantitativen Zwischenziele, ist ganz unterschiedlich. Er wird nicht nur von gesetzlichen Vorschriften, sondern auch von historischen Traditionen und Gewohnheiten bestimmt, die sich über lange Zeiträume herausgebildet haben. Die Praxis der einzelnen Länder deckt das ganze Spektrum ab: es reicht von Fällen wie Deutschland, wo die Zentralbank vollkommene Entscheidungsfreiheit hat, über Zwischenformen, wo zwar in der Praxis ein beträchtliches Maß an Unabhängigkeit existiert, die Regierung jedoch - sei es per Gesetz oder aus Gewohnheit - einige Rechte hat, Entscheidungen der Zentralbank zu beeinflussen oder anzuregen, bis hin zu Fällen, wo primär die Regierung für die

Formulierung der Politik zuständig ist und der Zentralbank eine beratende Rolle zukommt.

Eine der entscheidenden Ausprägungen der Unabhängigkeit der Zentralbanken ist der Grad ihrer Entscheidungsfreiheit bei der Veränderung der offiziellen Zinssätze. Nach dem Wortlaut des Gesetzes haben die meisten Mitgliedsnotenbanken die Befugnis, die Leitzinsen zu verändern. Zwischen dem gesetzlichen Anspruch und der tatsächlichen Praxis besteht jedoch in einigen Ländern insofern ein deutlicher Unterschied, als die Regierungen maßgeblich an wichtigen Entscheidungen mitwirken. In Großbritannien beispielsweise war die Regierung traditionell verantwortlich für die Formulierung der Politik, wenngleich sie nach Rücksprache mit der Zentralbank handelte. In Frankreich werden geldpolitische Entscheidungen zusammen mit der Regierung getroffen.

Die Zentralbanken haben im allgemeinen weitgehende Freiheit bei der Auswahl des geldpolitischen "policy mix" und der Technik der verwendeten Geldmarktgeschäfte. In Deutschland z.B. enthält das Bundesbankgesetz eine Liste der zulässigen geldpolitischen Instrumente. Innerhalb dieses gesetzlichen Rahmens besteht vollkommene Handlungsfreiheit zum flexiblen Einsatz der Instrumente. Weitgehende Mitspracherechte gibt es in manchen Mitgliedsländern beim Einsatz der Mindestreserve. Da Mindestreserven fiskalische Auswirkungen haben, falls sie nicht zu Marktsätzen verzinst werden, ist häufig die Regierung zu beteiligen, wenn es z.B. darum geht, den maximal anwendbaren Satz festzulegen oder die reservspflichtigen Finanzinstrumente zu bestimmen.

#### *Wechselkurssystem*

Die meisten Mitgliedsländer nehmen am Wechselkursmechanismus des EWS teil, und in mehreren Ländern - Belgien, Irland, Luxemburg, den Niederlanden und Portugal - stellt der Wechselkurs das einzige geldpolitische Zwischenziel dar.

Die Entscheidungsbefugnis hinsichtlich der Teilnahme oder Nichtteilnahme an Wechselkurssystemen wie dem EWS obliegt in allen Mitgliedsländern der Regierung. Gleiches gilt für Entscheidungen über Leitkursänderungen. Die Zentralbanken haben aber häufig weitgehende operationelle Freiheiten bei der laufenden Umsetzung der Wechselkurspolitik. Die meisten Zentralbanken können z.B. nach eigenem Ermessen Devisenmarktinterventionen tätigen. Ausnahmen hiervon sind Frankreich, wo die Banque de France die Wechselkursbewegungen des Franc entsprechend den allgemeinen Weisungen des Finanzministeriums steuert und Großbritannien, wo die Bank of England als Agent des Schatzamtes handelt.

#### *Rolle der politischen Instanzen*

In mehreren Ländern existieren gesetzliche Bestimmungen, die unabhängigen Entscheidungen der Zentralbank Grenzen setzen können. Davon wurde in der Pra-

xis aber nie Gebrauch gemacht. In den Niederlanden beispielsweise hat der Finanzminister die Befugnis, der Zentralbank Weisungen zu erteilen. Gleichzeitig sind jedoch wirksame Sicherungen zur Überwachung dieses Vorrechts eingebaut; einschließlich eines Rechtsmittelverfahrens und einer Bestimmung, die es der Zentralbank erlaubt, ihre Meinung öffentlich kundzutun. In Belgien wurde die gesetzliche Befugnis eines Regierungskommissars und des Finanzministers, Entscheidungen der Zentralbank auszusetzen oder dagegen Einspruch einzulegen in bezug auf die Hauptaufgaben der Bank im März 1993 abgeschafft. In Deutschland kann die Beschlußfassung über geldpolitische Änderungen auf Verlangen der Bundesregierung um bis zu zwei Wochen ausgesetzt werden, wengleich danach die Entscheidung in jedem Falle bei der Bundesbank liegt.

In anderen Zentralbanken gibt es außerdem von der Regierung bestellte amtliche Prüfer oder Kommissare, deren wesentliche Aufgabe darin besteht, die Einhaltung der gesetzlichen Bestimmungen zu überwachen. Die förmlichen Befugnisse differieren jedoch: In Frankreich z.B. hat der Prüfer einen Sitz im Generalrat und kann Einwände gegen Entscheidungen vorbringen; in diesem Fall wird die Angelegenheit nochmals behandelt. In Griechenland hingegen kann der nicht stimmberechtigte Regierungskommissar nur dann ein Veto gegen Entscheidungen einlegen, wenn diese nach seiner Auffassung im Widerspruch zu den Gesetzen des Landes stehen.

In Spanien sind Regierungsvertreter mit gleichem Stimmrecht wie die übrigen Mitglieder im Generalrat der Zentralbank vertreten.

#### **4 ERNENNUNGSVERFAHREN DER ZENTRALBANKPRÄSIDENTEN**

Bei der Ernennung der Organe der Zentralbanken der Gemeinschaft spielen die politischen Instanzen eine entscheidende Rolle. Eine detaillierte Beschreibung der nationalen Verfahren findet sich in Anhang II. Aus Vereinfachungsgründen konzentriert sich dieser Abschnitt auf die Zentralbankpräsidenten, da diese Mitglieder des EWRates und des EZB-Rats bzw. des Erweiterten Rates sein werden.

Die Zentralbankpräsidenten werden normalerweise entweder vom Staatsoberhaupt auf Empfehlung der Regierung oder von der Regierung selbst ernannt. Ausnahmen von dieser Regelung sind Italien, wo die Ernennung durch das Direktorium, aber mit Billigung der Regierung vollzogen wird, und die Niederlande, wo die Zentralbank Vorschläge zur Ernennung des Präsidenten unterbreitet, obwohl die formelle Ernennung durch die Krone vollzogen wird. In Deutschland wird der Zentralbankrat bei Nominierungen offiziell angehört.

Die Amtsperioden weichen stark voneinander ab. Auf der einen Seite des Spektrums stehen Frankreich und Dänemark, wo keine festen Amtszeiten vorgegeben sind, die Bestellungen aber zumindest grundsätzlich jederzeit widerrufen werden können. Auf der anderen Seite der Skala steht Italien, wo der Notenbankgouverneur auf Lebenszeit ernannt wird. In den übrigen Notenbanken reichen die Amtsperioden nor-

malerweise von 4 Jahren - in Griechenland und Spanien - bis zu acht Jahren in Deutschland (die Amtszeiten können in Deutschland kürzer festgelegt werden, sie müssen jedoch mindestens zwei Jahre betragen). In diesen Ländern ist eine Wiederernennung möglich. Die gegenwärtigen Praktiken können mit den Bestimmungen der ESZB-Satzung verglichen werden, welche festlegt, daß die Amtsperiode eines nationalen Zentralbankpräsidenten mindestens 5 Jahre betragen muß (wobei die Amtszeiten erneuert werden können). Mitglieder des EZB-Direktoriums werden auf 8 Jahre ernannt, allerdings ohne die Möglichkeit der Wiederbestellung.

## **5 VORAUSSICHTLICHE ÄNDERUNGEN IN DER NOTENBANKGESETZGEBUNG**

Wie bereits erwähnt, müssen die Notenbankgesetze geändert werden. Vor Eintritt in die zweite Stufe muß die nationale Gesetzgebung mit den Vertragsbestimmungen übereinstimmen, die eine "monetäre Finanzierung" von Haushaltsdefiziten verbieten. Vor dem Beginn der dritten Stufe müssen alle Notenbanken unabhängig werden.<sup>3</sup>

In Belgien wurde im März 1993 ein diesbezügliches Gesetz verabschiedet. In einigen Ländern wird die Notenbankgesetzgebung gegenwärtig gründlich untersucht und Vorschläge für Neufassungen sind zur Diskussion gestellt. In einigen Fällen sind die Beratungen schon weit fortgeschritten: In Spanien wurde dem Parlament bereits ein Gesetzesentwurf zugeleitet, der zum 1. Januar 1994 in Kraft treten soll. In Griechenland wurde der Gesetzesentwurf vorbereitet und es ist zu erwarten, daß dieser noch im Jahr 1993 von der Regierung an das Parlament zur Annahme weitergeleitet wird.

---

<sup>3</sup> Siehe obige Fußnoten 1 und 2



## **IV AKTIVITÄTEN DES AUSSCHUSSES DER ZENTRALBANKPRÄSIDENTEN UND VORBEREITUNG FÜR DEN ÜBERGANG ZUR WWU**

### **1 AKTIVITÄTEN DES AUSSCHUSSES DER ZENTRALBANKPRÄSIDENTEN**

Im letzten Jahr enthielt der Jahresbericht eine detaillierte Beschreibung der Funktionen und Aufgaben sowie der Organisationsstruktur des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten. Die in diesem Kapitel beschriebenen regelmäßigen Tätigkeiten decken eine Vielzahl von Themenbereichen ab: die Koordinierung der Geldpolitik, die Aufsicht über die Arbeitsweise des EWS, die Beobachtung des privaten ECU-Markts, Bankenaufsichtsfragen und die Beziehungen zu Drittländern.

Eine zusätzliche Aufgabe erwuchs 1992 aus dem vom Europäischen Rat erteilten Mandat, den Übergang in die zweite und dritte Stufe der WWU vorzubereiten. Die diesbezüglichen Vorarbeiten, welche in Teil 2 dieses Kapitels beschrieben sind, machten eine Anpassung der Organisationsstruktur des Ausschusses notwendig.

In Wahrnehmung seiner Aufgaben unterhielt der Ausschuss enge Kontakte mit anderen EG-Einrichtungen und stellte in bezug auf einige Tätigkeitsbereiche Verbindungen zur Bankenwelt her.

#### **1.1 Geldpolitische Koordinierung**

Das Mandat des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten fordert vom Ausschuss eine Förderung der Koordinierung der Geldpolitiken "mit dem Ziel der Preisstabilität als unerläßliche Voraussetzung für das einwandfreie Funktionieren des Europäischen Währungssystems sowie die Verwirklichung des Ziels der Währungsstabilität". Diese Aufgabe wird innerhalb eines allgemeinen Rahmens der Beobachtung der Geldpolitik wahrgenommen, der zu Beginn der ersten Stufe der WWU Mitte 1990 eingeführt wurde.

Innerhalb dieses Rahmens beobachtete der Ausschuss regelmäßig bei seinen monatlichen Treffen die monetären und wirtschaftlichen Tendenzen in der Gemeinschaft. Eine detailliertere, vorausschauende Analyse ("ex ante exercise") fand im Herbst statt, bevor die nationalen Behörden endgültige Entscheidungen über die geldpolitischen Zwischenziele trafen. Der Ausschuss beurteilte insbesondere, ob die vorgesehenen Vorgaben für die nationale Geldpolitik, wie sie sich in der Festsetzung der Zwischenziele widerspiegeln, mit dem Ziel der Konvergenz der Inflationsraten auf einem niedrigen Niveau in der gesamten Gemeinschaft konsistent waren. Die vorausschauende Beurteilung, welche im Dezember 1991 durchgeführt wurde, fand eine

Ergänzung durch eine "ex post"-Überprüfung im Frühjahr. Dabei wurden die wirtschaftlichen und monetären Entwicklungen mit den früheren Projektionen verglichen. Die Gründe für Abweichungen wurden untersucht und es wurde die Notwendigkeit für etwaige Anpassungen der Politiken geprüft.

Bei der "ex ante"- und "ex post"-Analyse wird eine Reihe von allgemein akzeptierten und in sich konsistenten Indikatoren verwandt. Aggregierte Größen der Gemeinschaft spielen eine wichtige Rolle. Um eine breite Vereinbarkeit der nationalen Projektionen zu gewährleisten, die die vorausschauende Beurteilung untermauern, verständigten sich die nationalen Zentralbanken auf gemeinsame Annahmen über die voraussichtliche wirtschaftliche und finanzielle Lage außerhalb der Gemeinschaft. Die analytischen Grundlagen dieses Beobachtungssystems werden regelmäßig überprüft und verbessert. Dies gewährleistet, daß der Ansatz ungeachtet der raschen Veränderungen im wirtschaftlichen und finanziellen Umfeld durch ständige Anpassung tragfähig bleibt. In diesem Zusammenhang wurde beispielsweise die Aufmerksamkeit in letzter Zeit auf die Entwicklung von grenzüberschreitenden Finanzanlagen gerichtet, da diese Positionen nicht in den traditionellen Geldmengenaggregaten enthalten sind (siehe Tafel 3, umseitig).

Zusätzlich untersuchte der Ausschuß der Zentralbankpräsidenten im Detail die Entwicklungen der öffentlichen Finanzen in den Gemeinschaftsländern und ihre Auswirkung auf die Umsetzung der nationalen Geldpolitiken; der dazu erstellte jährliche Bericht wurde den Finanzministern zugeleitet.

## **1.2 Überwachung der Entwicklungen im EWS**

Eine der Hauptaufgaben des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten ist die Überwachung der Arbeitsweise des EWS. Diese Tätigkeit umfaßt die regelmäßige monatliche Überwachung der laufenden Devisenmarkt- und Zinsentwicklung und die Analyse aller Faktoren, einschließlich wirtschaftspolitischer Maßnahmen, die die Funktionsweise des EWS-Wechselkursmechanismus beeinflussen.

Seit dem Übergang in die erste Stufe der WWU Mitte 1990 wurde die monatliche Beobachtung durch eine jährliche Überprüfung der Funktionsweise des EWS ergänzt. Beim Rückblick auf das Jahr 1992 lag das Schwergewicht auf den jüngsten Turbulenzen an den Devisenmärkten (siehe Kapitel I). Zusätzlich bildet sich der Ausschuß gegenwärtig eine Meinung darüber, welche Lehren aus den jüngsten Ereignissen gezogen werden könnten. Dies geschieht in Übereinstimmung mit der Bitte, die der Europäische Rat auf seiner Sondersitzung am 16. Oktober 1992 in Birmingham geäußert hat.

### TAFEL 3: "CROSS-BORDER HOLDINGS" UND MONETÄRE ANALYSE

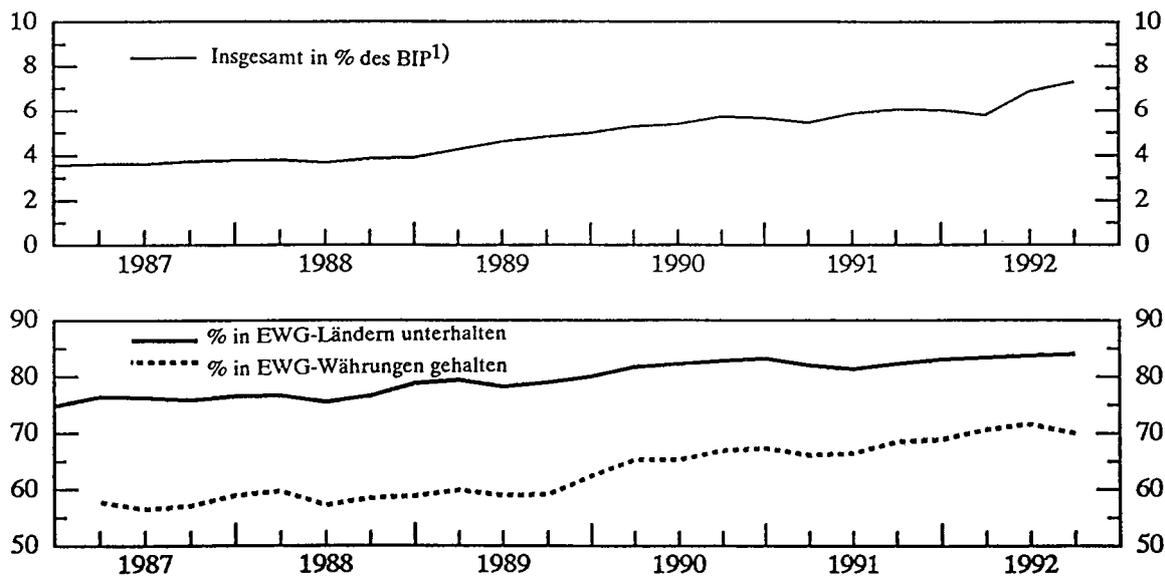
"Cross-border Holdings" (CBHs) können als Einlagen des Nicht-Bankensektors bei Banken außerhalb des Landes der Anleger definiert werden. Es gibt verschiedene Gründe dafür, Geld im Ausland anzulegen. Diese beinhalten die Umgehung von gegenwärtigen oder erwarteten nationalen Bestimmungen, z.B. hinsichtlich der Mindestreserve oder der Zinsbesteuerung, die Reduzierung von Transaktionskosten und die Diversifizierung des Länderrisikos bei Finanzanlagen.

Wie das Schaubild zeigt, hat die wirtschaftliche und finanzielle Integration zu einem laufenden Anstieg der CBHs von EG-Bürgern geführt. Es gibt jedoch beachtliche nationale Unterschiede sowohl in bezug auf die Höhe der CBHs als auch auf deren Wachstumsraten. Diese Unterschiede hängen mit den speziellen Merkmalen der nationalen Finanzsysteme zusammen, wie z.B. der Bedeutung der Finanzinstrumente und dem Einfluß nationaler Regelungen. In Relation zum nationalen BIP verfügen die Bürger Belgiens, Deutschlands, Irlands, der Niederlande und Großbritanniens, gemessen am Gemeinschaftsdurchschnitt, über überdurchschnittlich hohe CBHs.

Das Schaubild zeigt auch den prozentualen Anteil der CBHs, den EG-Bürger bei den in der Gemeinschaft niedergelassenen Banken unterhalten und den in Gemeinschaftswährungen denominierten Teil (ausgenommen sind die dänische Krone, die griechische Drachme, die spanische Peseta und der portugiesische Escudo, für die keine Daten vorliegen). Der hohe Wert beider Anteile in der Erhebung beruht auf dem besonders hohen Integrationsgrad der Gemeinschaftsländer im finanziellen und monetären Bereich.

Trotz ihres raschen Anwachsens in den letzten Jahren bilden CBHs immer noch einen relativ kleinen Anteil der Finanzanlagen der EG-Bürger. Die traditionellen Geldaggregate haben daher ihren Nutzen bei der monetären Analyse behalten. Wenn die finanzielle Integration jedoch weiter voranschreitet, können CBHs in der Zukunft immer größere Bedeutung erlangen.

#### "CROSS-BORDER"-EINLAGEN VON NICHTBANKEN DER EWG-LÄNDER



1) Für 1992 geschätztes BIP.

### **1.3 Beobachtung der privaten ECU-Märkte**

Seit 1984 werden die Entwicklungen auf dem Markt für private ECU jährlich untersucht. Die Analyse beurteilt die monetären Auswirkungen der Verwendung der privaten ECU durch nationale und Gemeinschaftsbehörden sowie durch den privaten Sektor und untersucht den gesetzlichen und administrativen Rahmen, auf dem die ECU-Verwendung basiert. Daneben hat der Ausschuß die Funktionsweise des ECU-Clearingsystems untersucht und beobachtet gegenwärtig die Einführung von Reformen, zu deren Durchführung sich die ECU Banking Association im Februar 1992 bereiterklärt hatte. Diese Veränderungen sollen das System auf den Sicherheitsstandard bringen, dessen Merkmale im Bericht des G10-Ausschusses über Interbank-Netting-Systeme von 1990 (sogenannter "Lamfalussy-Bericht") definiert sind.

### **1.4 Fragen im Bereich der Bankenaufsicht**

Im letzten Jahr hat sich der Ausschuß im Bereich der Bankenaufsicht auf drei Themen konzentriert.

Erstens wurde den Auswirkungen der zweiten Bankrechtskoordinierungsrichtlinie, welche den Einheitlichen Markt im Bankensektor herstellt und die am 1. Januar 1993 in Kraft trat, große Aufmerksamkeit gewidmet. Nach dieser Richtlinie haben die in einem beliebigen Mitgliedstaat zugelassenen Kreditinstitute die Freiheit erlangt, ohne zusätzliche Erlaubnis des Gastlandes innerhalb der gesamten Gemeinschaft Filialen einzurichten und Dienstleistungen anzubieten. In Übereinstimmung mit dem Grundsatz der Heimatlandaufsicht verbleibt die Verantwortlichkeit für die Aufsicht bei den Behörden des Mitgliedstaates, in dem die Kreditinstitute zugelassen wurden. Eine wirksame Implementierung dieses Prinzips macht eine Verstärkung der bestehenden Kooperation zwischen den Aufsichtsbehörden des Heimatlandes und den Behörden des Gastlandes notwendig. Zu diesem Zweck werden bilaterale Abkommen geschlossen, in denen die praktischen Grundsätze festgelegt werden, welche die Aufsicht über die in anderen Mitgliedstaaten errichteten Filialen von Kreditinstituten regeln.

Zweitens hat der Ausschuß der Zentralbankpräsidenten eine Reihe von Prinzipien definiert, die zur Beobachtung und Beaufsichtigung von Finanzkonglomeraten angewendet werden können, zu denen auch eine Bank gehört. Der Ausschuß hat sich auch mit dem Potential regulatorischer Arbitrage beschäftigt, das aus der Organisation der Aktivitäten innerhalb eines Konglomerats entsteht. Des weiteren erörterte er, inwieweit die fehlende Transparenz der Gruppenstruktur die Schwierigkeiten der Risikoeinschätzung auf einer gruppenweiten Basis vermehren könnte. Der Ausschuß einigte sich darauf, Diskussionen zwischen Bankenaufsichts- und anderen

Aufsichtsbehörden zu fördern, um die Möglichkeit der Zusammenarbeit und der Angleichung der jeweiligen individuellen Ansätze zu untersuchen. Die Ergebnisse der Überlegungen des Ausschusses wurden an den Beratenden Bankenausschuß der EG und den Baseler Ausschuß für Bankenaufsicht weitergeleitet, um deren weitere Diskussionen zu fördern.

Drittens hat der Ausschuß zusammen mit einer Reihe von anderen Gruppen die Lehren erörtert, die aus dem Fall der Bank of Credit and Commerce International (BCCI) gezogen werden können. Besondere Aufmerksamkeit wurde dem Bingham-Untersuchungsbericht und den Implikationen der Studie des Baseler Ausschusses über "Mindeststandards für die Aufsicht internationaler Bankengruppen und ihrer grenzüberschreitenden Einrichtungen" für die EG-Gesetzgebung beigemessen.

Außerdem befaßt sich der Ausschuß der Zentralbankpräsidenten mit folgenden Themen: Nutzen und Grenzen zentraler Kreditdateien, die gegenwärtig in verschiedenen Mitgliedstaaten existieren und die Frage, in welcher Weise die entsprechenden Bankenaufsichtsbehörden auf die darin enthaltenen Informationen zurückgreifen können sowie Anhaltspunkte für Schwächen des Finanzsektors und die damit für die Aufsichtsbehörden verbundenen Probleme.

### **1.5 Zusammenarbeit mit anderen Organen der Gemeinschaft**

Der Ausschuß der Zentralbankpräsidenten hat engen Kontakt zu verschiedenen Organen der Gemeinschaft unterhalten.

Erstens wurde das Europäische Parlament bei verschiedenen Gelegenheiten über die Arbeit des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten informiert. Im April 1992 unterrichtete der Vorsitzende des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten den Ausschuß für Wirtschaft, Währung und Industriepolitik des Europäischen Parlaments über die Vorbereitungsarbeiten zur zweiten und dritten Stufe der WWU. Auch der Unterausschuß für Währungsfragen wurde über die Tätigkeiten des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten unterrichtet. Im Dezember 1992 legte der Vorsitzende dem Europäischen Parlament den ersten Jahresbericht des Ausschusses in einer Plenarsitzung vor.

Zweitens wohnte der Präsident verschiedenen Sitzungen des ECOFIN-Rats bei, die entweder der multilateralen Überwachung der Wirtschaftspolitik der Mitgliedstaaten oder anderen Themen gewidmet waren, die mit den Tätigkeiten des Ausschusses zusammenhängen. Darüber hinaus nahmen die Präsidenten an den informellen Treffen dieses Rates teil. Dabei bot sich die Möglichkeit eines Meinungsaustausches über das Zusammenwirken der Geld-, Fiskal- und übrigen Wirtschaftspolitik sowie über Fragen des EWS und über die monetären Beziehungen zu Drittländern. Ferner wurde der Rat über die Fortschritte des Ausschusses der

Zentralbankpräsidenten bei der Vorbereitung der späteren Stufen der WWU informiert. Im Dezember 1992 wurde der Ausschuß konsultiert, als der Rat einzelne Bestimmungen der Kapitalverkehrsliberalisierungsrichtlinie überprüfte.<sup>4</sup>

Drittens wurde die enge Kooperation mit der Kommission der Europäischen Gemeinschaften fortgesetzt. Vertreter der Kommission nahmen an den Sitzungen des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten und ihrer Stellvertreter sowie an den Sitzungen der Unterausschüsse und Arbeitsgruppen teil. Der Ausschuß der Zentralbankpräsidenten ist durch Delegierte nationaler Zentralbanken in der Konsultativgruppe der Kommission zu Zahlungsverkehrsthemen vertreten.

Viertens hat der Ausschuß der Zentralbankpräsidenten zu den Arbeiten des Ausschusses für Währungs-, Finanz- und Zahlungsbilanzstatistik beigetragen, der durch Ratsbeschluß vom Februar 1991 eingerichtet wurde. Ein Sekretariatsmitglied hat in diesem Ausschuß einen ständigen Beobachterstatus. Im April 1992 wurde der Ausschuß der Zentralbankpräsidenten zu einem Vorschlag der Kommission zum statistischen Programm der Gemeinschaft für die nächsten fünf Jahre gehört.

Schließlich hat der Ausschuß der Zentralbankpräsidenten die Arbeit des Währungsausschusses weiterhin genau verfolgt. Verbindungen mit dem Währungsausschuß sind durch die Repräsentanten der Notenbanken gewährleistet, die in den meisten Fällen die Stellvertreter der Präsidenten sind.

## **1.6 Beziehungen zu Notenbanken außerhalb der Gemeinschaft**

Unter der Schirmherrschaft des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten tauschen Mitgliedszentralbanken und die Notenbanken der USA, Japans, Kanadas, Norwegens, Schwedens, Finnlands, Österreichs und der Schweiz regelmäßig Informationen über die Entwicklungen an den Devisenmärkten aus. Diese sogenannte "Konzertation" bewirkt auch die Zusammenführung relevanter Daten, einschließlich der Interventionen und anderer offizieller Devisenmarkttransaktionen.

In Übereinstimmung mit einer Vereinbarung von 1984 werden auch regelmäßige Konsultationen über Themen von gemeinsamem Interesse mit der Zentralbank Norwegens abgehalten. Die bilateralen Swapabkommen, die im Dezember 1990 zwischen den Mitgliedsnotenbanken und der Norges Bank abgeschlossen worden waren, wurden bei Fälligkeit am 31. Dezember 1992 um ein weiteres Jahr verlängert. Im Juli 1992 wurden ähnliche Konsultationsvereinbarungen mit Suomen Pankki, der finnischen Zentralbank, getroffen. Gleichzeitig vereinbarten die Mitgliedsnotenbanken auch mit der finnischen Notenbank bilaterale Swapabkommen. Wie im Falle Norwegens gewäh-

---

<sup>4</sup> Die in Artikel 3 der Ratsentschließung (88/361/EWG) vom 24. Juni 1988 enthaltene sogenannte "monetäre Schutzklausel", die vor dem 31. Dezember 1992 überprüft werden mußte.

ren diese Swapfazilitäten Suomen Pankki Zugang zu kurzfristigen Mitteln zur Durchführung ihrer Wechselkurspolitik. Für diese Swaplinien gelten einheitliche Regeln und Bedingungen. Alle Vereinbarungen wurden beibehalten, obwohl Finnland (im September 1992) und Norwegen (im Dezember 1992) die Anbindung ihrer Währungen an die ECU suspendierten.

Vor dem Hintergrund der Einführung eines Europäischen Wirtschaftsraumes (EWR) hat der Ausschuß mit den Zentralbanken der EFTA-Länder Vereinbarungen zur technischen Kooperation im statistischen Bereich getroffen.

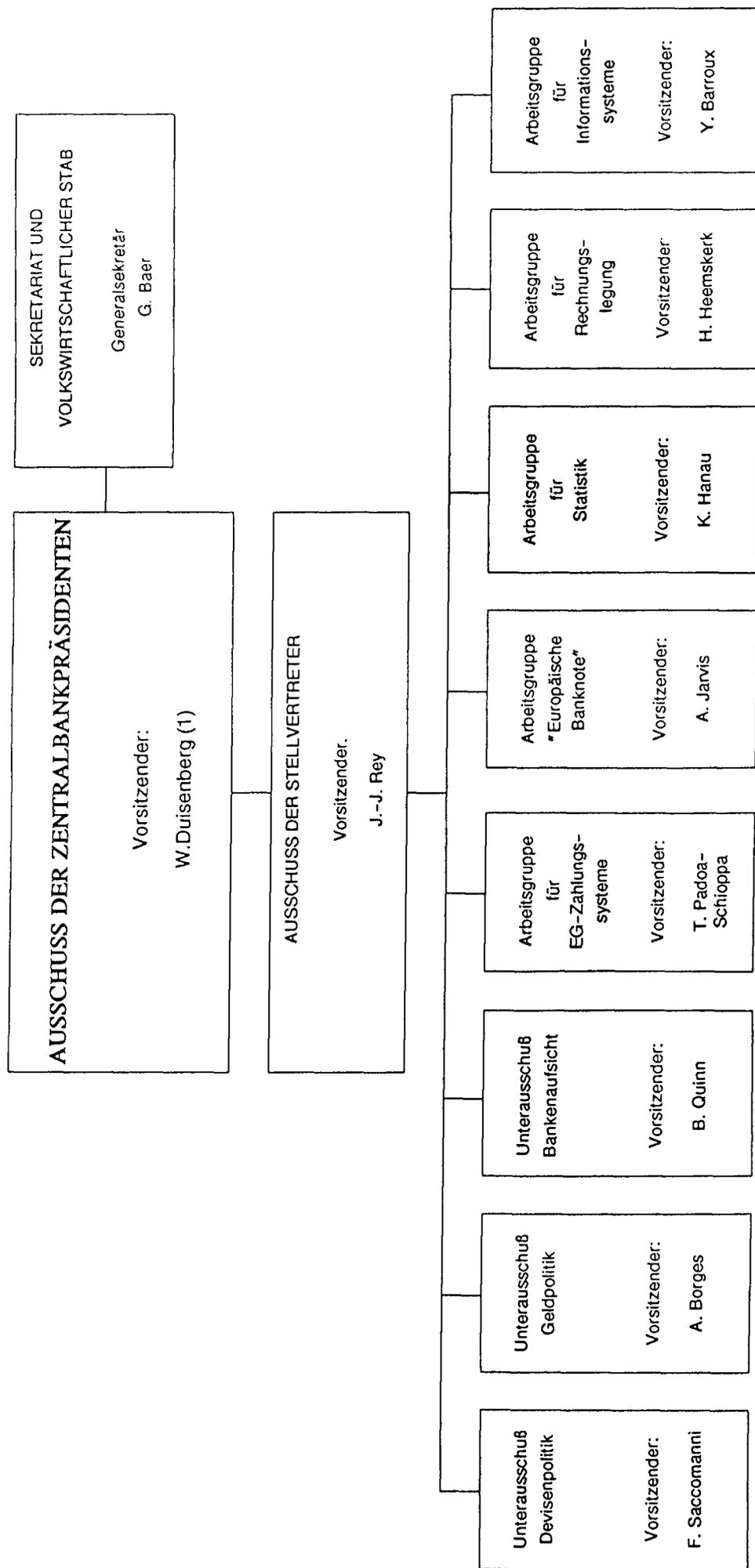
### **1.7 Änderungen in der Organisationsstruktur des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten**

Der Ausschuß der Zentralbankpräsidenten wird vom Ausschuß der Stellvertreter, den Unterausschüssen und Arbeitsgruppen sowie dem Sekretariat und dem volkswirtschaftlichen Stab unterstützt. Die Organisationsstruktur, wie sie mit Beginn der ersten Stufe der WWU geschaffen wurde, ist bereits im ersten Jahresbericht beschrieben worden. 1992 wurde diese Struktur weiter verstärkt, um die Grundlagen für den Übergang in die zweite und dritte Stufe der WWU zu legen.

Der Ausschuß setzte vier neue Arbeitsgruppen für folgenden Bereiche ein: Ausgabe und Druck einer europäischen Banknote, Statistik, Informationssysteme und Rechnungslegung. Darüber hinaus entschied der Ausschuß, das Mandat der Arbeitsgruppe EG-Zahlungssysteme, die 1991 auf ad hoc-Basis ins Leben gerufen wurde, auszudehnen. Aufgabe der Arbeitsgruppen ist es, die entsprechenden Diskussionen im Ausschuß der Zentralbankpräsidenten auf der Basis der vom Ausschuß selbst erteilten Mandate vorzubereiten. An den Treffen der Arbeitsgruppe Statistik nehmen auch Vertreter der EFTA-Notenbanken teil. Um diese Arbeitsgruppe zu unterstützen, wurden zwei "task forces" im Bereich der Geld- und Bankenstatistik sowie im Bereich der Strom- und Bestandsgrößen der Kapitalbilanz eingerichtet. Sie dienen dazu, die gegenwärtig unter der Schirmherrschaft der Kommission der Europäischen Gemeinschaften (Statistisches Amt) laufenden Arbeiten weiter voranzubringen.

Die Vorbereitungsarbeit erforderte auch eine Erweiterung des Sekretariats und des volkswirtschaftlichen Stabes, um dem gestiegenen Bedarf an administrativer und analytischer Unterstützung gerecht zu werden. Die Anzahl der Mitarbeiter erhöhte sich deshalb von 19 im April 1992 auf 28 im April 1993. Um die innere Organisation zu erleichtern, wurden zwei Stellen für Führungskräfte geschaffen. Sie stehen dem Sekretariat bzw. dem volkswirtschaftlichen Stab vor und berichten an den Generalsekretär. Die gegenwärtige Organisationsstruktur des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten ist aus Schaubild 8 ersichtlich.

SCHAUBILD 8: ORGANISATIONSPLAN DES AUSSCHUSSES DER PRÄSIDENTEN DER ZENTRALBANKEN DER EWG-MITGLIEDSTAATEN



(1) Nachfolger von E. Hoffmeyer mit Wirkung vom 1. Januar 1993.

## **2 VORBEREITENDE ARBEITEN FÜR DEN ÜBERGANG ZUR ZWEITEN UND DRITTEN STUFE DER WWU**

### **2.1 Zeitplan und allgemeine Prinzipien**

Der Vertrag über die Europäische Union verlangt, daß der Ausschuß der Zentralbankpräsidenten und der Europäische Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit (EFWZ) vom Europäischen Währungsinstitut (EWI) abgelöst werden. Vorausgesetzt der Vertrag wird ratifiziert, wird das Institut mit dem Start in die zweite Stufe am 1. Januar 1994 errichtet und nimmt am gleichen Tag seine Tätigkeit auf. Ziel des EWI ist es, die zur Erfüllung der für den Übergang in die dritte und letzte Stufe der WWU notwendigen Bedingungen vorzubereiten. Zu diesem Zweck wird das EWI insbesondere die Koordinierung der nationalen Geldpolitiken verstärken, die für die Errichtung des ESZB, die Durchführung einer einheitlichen Geldpolitik und die Schaffung einer Einheitswährung in der dritten Stufe erforderlichen Vorbereitungen treffen und die Entwicklung der ECU überwachen.

In Übereinstimmung mit dem Vertrag muß der notwendige regulatorische, organisatorische und logistische Rahmen, den das ESZB zur Erfüllung seiner Aufgaben benötigt, spätestens bis Ende 1996 vom EWI genau bestimmt werden. Die sorgfältige Vorbereitung dieses Rahmens wird beträchtliche Zeit in Anspruch nehmen. Um zu gewährleisten, daß mit dem ersten Tag der Endstufe die einheitliche Geldpolitik effektiv durchgeführt werden kann, muß eine lange Liste von Punkten abgearbeitet werden. Die zu behandelnden Themen beziehen sich nicht nur auf die Errichtung des ESZB und die Definition des "modus operandi", sondern beinhalten auch Fragen in Verbindung mit den technischen Voraussetzungen, die für die Realisierung eines einheitlichen Geldmarktes in einem gemeinschaftlichen Währungsraum notwendig sind. In einigen Bereichen ist zu erwarten, daß die Erarbeitung von Konzepten und die Umsetzung der Beschlüsse besonders zeitaufwendig sein werden. Diese Bereiche umfassen: die konzeptionelle Untermauerung einer einheitlichen Geldpolitik und die Methoden der Umsetzung - einschließlich der Wahl angemessener geldpolitischer Instrumente -, die Vorbereitung der in ECU denominierten Banknoten, das Zusammenspiel der Zahlungsverkehrssysteme innerhalb des einheitlichen Währungsraums, die Einführung einer konsistenten statistischen Basis sowie organisatorische Aspekte des ESZB, wie die Harmonisierung der Rechnungslegung und die Errichtung einer Infrastruktur von Informationssystemen. Statt die Errichtung des EWI abzuwarten, wurde es für zweckmäßig erachtet, mit den Vorarbeiten in diesen Bereichen so früh wie möglich, parallel zu den Vorbereitungen für den Start der zweiten Stufe, zu beginnen.

In einem ersten Schritt bestimmte der Ausschuß der Zentralbankpräsidenten alle Bereiche, die zu einem frühen Zeitpunkt untersucht werden sollen und stellte ein Arbeitsprogramm bis Ende 1993 auf. Im Anschluß wurden die Arbeitsmethoden defi-

niert und die Organisationsstruktur des Ausschusses angepaßt. Den bereits bestehenden Unterausschüssen wurden spezielle Mandate erteilt, für Spezialbereiche wurden Arbeitsgruppen geschaffen und das Sekretariat und der volkswirtschaftliche Stab wurden vergrößert. Die substantiellen Arbeiten begannen in der zweiten Hälfte des Jahres 1992. Das Gros dieser Arbeit bestand bisher in einer Bestandsaufnahme, um die Basis für eine detaillierte Erörterung der Optionen zu einem späteren Zeitpunkt zu schaffen. Wie in der Vergangenheit wird der Ausschuß der Zentralbankpräsidenten (und nachfolgend das EWI) den Gemeinschaftsorganen regelmäßig über die bisher erreichten Fortschritte Bericht erstatten. Die Öffentlichkeit wird durch regelmäßige und spezielle Veröffentlichungen informiert werden. Mit dem Bankensektor wurde im Bereich der Zahlungsverkehrssysteme ein Dialog begonnen, der fortgesetzt werden wird.

## 2.2 Vorbereitung der zweiten Stufe

### *Errichtung des EWI*

Die Vorbereitungsarbeiten konzentrierten sich bisher auf die grundsätzlichen Aufgaben, die das EWI zum 1. Januar 1994 übernimmt.

Erstens wird das EWI die geldpolitische Koordinierung im Hinblick auf die Sicherung der Preisstabilität verstärken. Eng koordinierte nationale Geldpolitiken werden das entscheidende Element für einen reibungslosen Übergang zu einer einheitlichen Geldpolitik darstellen. Die Koordinierung der Geldpolitiken im EWI wird auf dem gegenwärtigen Rahmenwerk des "Monitoring" basieren. Unter der Prämisse, daß die geldpolitische Verantwortung in der zweiten Stufe bei den nationalen Behörden verbleibt, untersucht der Ausschuß der Zentralbankpräsidenten gegenwärtig, wie bereits bestehende Verfahren verbessert werden können.

Zweitens wird das EWI den Auftrag haben, "die Verwendung der ECU zu erleichtern und deren Entwicklung einschließlich des reibungslosen Funktionierens des ECU-Verrechnungssystems zu überwachen." Um diesem Mandat gerecht zu werden, diskutiert der Ausschuß der Zentralbankpräsidenten gegenwärtig die möglichen Anforderungen an das EWI.

Drittens wird bereits daran gearbeitet, die technischen Aspekte der operativen Aufgaben des EWI zu klären. Die bisher vom EFWZ wahrgenommenen Aufgaben sollen durch zusätzliche ergänzt werden. Das EWI wird vom EFWZ die Verwaltung der EWS-Mechanismen (Mechanismus der sehr kurzfristigen Finanzierung, Mechanismus des kurzfristigen Währungsbeistandes, Emission von ECU in Ausführung des EWS-Abkommens) und die Verwaltung der von der Gemeinschaft im Rahmen des mittelfristigen Beistands durchgeführten Anleihe- und Darlehensoperationen übernehmen. Neue operationelle Aufgaben umfassen die Verwaltung von Devisenreserven auf Ersuchen und als Agent nationaler Notenbanken. Diese Tätigkeit wird an Richtlinien

orientiert sein, um sicherzustellen, daß Kollisionen mit den nationalen Geld- und Wechselkurspolitiken vermieden werden.

Der Ausschuß der Zentralbankpräsidenten stellt schließlich Überlegungen zur institutionellen, organisatorischen und technischen Ausgestaltung dieser neuen Institution an. Erste Studien zur Personalpolitik des EWI (einschließlich eines Entwurfs über die voraussichtlichen Einstellungsvoraussetzungen und Beschäftigungsbedingungen) wurden bereits durchgeführt. Im Bereich der Information und Telekommunikation plant der Ausschuß die Übertragung der technischen Infrastruktur des Sekretariats auf das EWI. Dies wird die Kontinuität der den Zentralbanken bisher bereitgestellten Leistungen garantieren. Zusätzlich stellt der Ausschuß Überlegungen darüber an, wie in der zweiten Stufe den steigenden Anforderungen an Telekommunikationssysteme entsprochen werden kann.

#### *Verbot der Zentralbankfinanzierung öffentlicher Haushalte*

Artikel 104(1) des Vertrages über die Europäische Union verbietet die Bereitstellung von Überziehungsfazilitäten oder jeder anderen Art von Kreditlinien durch die EZB oder durch die Zentralbanken der Mitgliedstaaten für "Organe oder Einrichtungen der Gemeinschaft, Zentralregierungen, regionale oder lokale Gebietskörperschaften oder andere öffentlich-rechtliche Körperschaften, sonstige Einrichtungen des öffentlichen Rechts oder öffentliche Unternehmen der Mitgliedstaaten" sowie den unmittelbaren Erwerb von Schuldtiteln dieser Stellen durch die EZB oder die nationalen Zentralbanken. Diese Bestimmungen wurden geschaffen, um das Risiko auszuschließen, daß die Notenbanken (und die zukünftige EZB) dazu genötigt werden könnten, der öffentlichen Hand finanzielle Hilfestellung zu leisten, wodurch die geldpolitische Steuerung erschwert und das Erreichen von Preisstabilität gefährdet würde. Dieses Verbot tritt mit Beginn der zweiten Stufe in Kraft.<sup>5</sup>

Die Erfüllung von Artikel 104 macht Veränderungen bei den nationalen Praktiken und Gesetzen notwendig (siehe Tabelle 8). In diesem Zusammenhang untersucht der Ausschuß der Zentralbankpräsidenten insbesondere die folgenden Themen: die Behandlung ausstehender Forderungen der Zentralbanken an öffentliche juristische Personen, wie die strikte Einhaltung des Finanzierungsverbots des öffentlichen Sektors durch die Notenbanken sicherzustellen ist, die Auswirkungen dieses Verbots auf die Zahlungsverkehrssysteme und den Konkretisierungsbedarf solcher Themen durch sekundäres Gemeinschaftsrecht in Übereinstimmung mit Artikel 104b(2). Die Kommission wird den Vorschlag zu einer solchen Gesetzgebung vorlegen, in dem die Schlußfolgerungen des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten berücksichtigt werden.

---

<sup>5</sup> In Übereinstimmung mit Kapitel 11 des Protokolls betreffend das Vereinigte Königreich darf die Regierung die "ways and means"-Fazilität bei der Bank of England beibehalten, solange Großbritannien nicht in die dritte Stufe eintritt.

TABELLE 8: ZENTRALBANKFINANZIERUNG DES ÖFFENTLICHEN SEKTORS (a)

| POSITION   | Belgien        | Dänemark    | Deutschland       | Griechenland   | Spanien  | Frankreich  | Irland           | Italien     | Luxemburg            | Niederlande            | Portugal    | Großbritannien |
|--|----------------|-------------|-------------------|----------------|--|-------------|------------------|-------------|----------------------|------------------------|-------------|----------------|
| ÜBERZIEHUNGS- ODER ANDERE KREDITFAZILITÄTEN DER ZENTRALBANKEN AN ÖFFENTLICHE INSTITUTIONEN | Ja (b)         | Ja (c)      | Ja                | Ja             | Ja   | Ja (d)      | Ja               | Ja          | Ja (e)               | Ja                     | Ja (f)      | Ja             |
|  | automatisch    | automatisch | auf Antrag        | automatisch    | automatisch  | automatisch | automatisch      | automatisch | automatisch          | auf Antrag             | automatisch | automatisch    |
|  | Ja<br>(bfr 20) | Nein        | Ja<br>(ca. DM 10) | Ja<br>(5%) (g) | Nicht während des Jahres (Pta 1 200 am Jahresende) | Nein        | Ja<br>(Ir£ 0,25) | Ja<br>(14%) | Ja<br>(bfr 0,5) (e1) | Ja<br>(hfrl 0,15 + 3%) | Ja<br>(10%) | Nein           |
| Tatsächliche Inanspruchnahme (in % des BIP)<br>- Im Verlauf von 1991<br>Jahresstand 1991   | -1,6           | 0,0         | 0,0               | 1,0            | 0,4  | -0,2        | 0,0              | 0,1         | 0,0 (e2)             | 0,0                    | 0,3 (f)     | -0,1           |
|  | 0,0            | 0,0         | 0,0               | 8,4            | 2,1  | 0,4         | 0,0              | 4,8         | 1,0 (e2)             | 0,0                    | 2,3         | 1,3            |
| DIREKTER ERWERB VON ÖFFENTLICHEN TITELN DURCH DIE ZENTRALBANKEN AM PRIMÄRMARKT             | Ja             | Ja          | Nein              | Ja             | Ja   | Ja          | Ja               | Ja          | Ja                   | Ja                     | Ja          | Ja             |
|  | 0,0            | 0,0         |                   | 2,0            | 2,8 (h)  | 0,0         | 0,0              | 0,7         | 0 0                  | 0,0                    | 7 5 (i)     | 1,3            |

(a) Entsprechend Artikel 104 des Maastricht-Vertrages

(b) Die Fazilität wird spätestens bis Juni 1993 per Gesetz abgeschafft

(c) Änderungen auf dem Kontokorrentkonto des Staates beruhen auf Veränderungen bei der staatlichen Netto-Auslandskreditaufnahme

(d) Änderungen auf dem Kontokorrentkonto des Staates beruhen nur auf Wechselkursänderungen bei den Währungsreserven der Zentralbank

(e) 1) Die luxemburgische Regierung hat eine begrenzte Überziehungslinie bei der Banque Nationale de Belgique

2) Zusätzlich versorgt das Institut Monétaire Luxembourgeois (IML) durch die Ausgabe von Noten und Münzen den Staat -in beschränktem Umfang- direkt mit Liquidität. Dem steht eine unkündbarer Forderung des IML an den Staat gegenüber

(f) Die Überziehungslinie wurde Ende 1992 abgeschafft. Der in Anspruch genommene Betrag wurde in einen Kredit mit zehnjähriger Laufzeit umgewandelt. Die Verkaufszahl für 1991 reflektiert die Erhöhung der Obergrenze der Überziehungslinie

(g) Höchstbetrag wurde ab Jahresanfang 1993 von 10% auf 5% reduziert

(h) Käufe wurden 1992 drastisch auf 0,1% des BIP reduziert

(i) Die Zahl spiegelt sehr große außergewöhnliche Transaktionen im Zusammenhang mit der Neugestaltung der geldpolitischen Instrumente und Verfahren wider. Das Nettokreditvolumen an die öffentliche Hand reduzierte sich während des Jahres 1991

Der Ausschuß beabsichtigt, die Änderungen des nationalen Rechts, die die Mitgliedsstaaten gegenwärtig vorbereiten oder einführen, genau zu verfolgen und ein Verfahren einzurichten, wonach Transaktionen der Notenbanken mit öffentlichen Einrichtungen im Rahmen des zukünftigen EWI einer regelmäßigen Beobachtung unterliegen.

### **2.3 Arbeitsbereiche mit einer langen Vorlaufzeit**

Während Arbeiten in Bereichen mit langen Vorlaufzeiten im wesentlichen mit dem Beginn der dritten Stufe in Verbindung stehen, sind einige derzeit untersuchte Bereiche, wie Fragen der Zahlungsverkehrssysteme, bereits im Zusammenhang mit der zweiten Stufe von Bedeutung.

#### *Durchführung einer einheitlichen Geldpolitik und Harmonisierung der geldpolitischen Instrumente*

In der EZB-Satzung ist nicht definiert, wie die einheitliche Geldpolitik durchgeführt werden soll. Der EZB wird ein großer Freiraum zugestanden, der ihr erhebliche Flexibilität gibt, die eigene Arbeitsweise an die herrschenden Gegebenheiten anzupassen, da die Bedingungen, unter denen die EZB dann arbeiten wird, bis jetzt nicht vollständig bestimmt werden können. Es ist zu erwarten, daß nach der Schaffung eines gemeinsamen Marktes bedeutende strukturelle Änderungen auftreten werden, und auch die Währungsunion selbst kann zu weiteren grundlegenden Veränderungen führen. Dennoch ist es angesichts der Komplexität der Aufgabe, eine zukünftige geldpolitische Strategie zu erarbeiten, notwendig, die Basisarbeit so früh wie möglich in Angriff zu nehmen.

Der Ausschuß der Zentralbankpräsidenten hat drei Hauptthemen identifiziert, die in Betracht gezogen werden müssen. Erstens sollen die möglichen Konzepte einer einheitlichen Währungspolitik untersucht werden, wobei das Hauptaugenmerk auf die Wahl, Definition und Angemessenheit von Zwischenzielen als Indikator geldpolitischer Maßnahmen zu richten ist. Eine Untersuchung dieses Themas wird eine Beurteilung der relativen Vorzüge von verschiedenen Zielvariablen beinhalten.

Die zweite Frage bezieht sich auf die Methoden und organisatorischen Aspekte der Durchführung geldpolitischer Maßnahmen. Dieser Aspekt betrifft hauptsächlich die Aufteilung der Zuständigkeiten zwischen der EZB und den nationalen Notenbanken. Die EZB-Satzung bestimmt, daß die EZB auf die nationalen Notenbanken zurückgreifen soll, soweit dies möglich und sachgerecht erscheint. Die praktischen Implikationen dieser Bestimmung müssen im Lichte der anderen Ziele des ESZB untersucht werden.

Drittens müssen die geldpolitischen Instrumente für die Durchführung einer einheitlichen Geldpolitik ausgewählt werden. Es ist entscheidend, daß diese Wahl früh

genug vor Beginn der dritten Stufe getroffen wird, um den notwendigen Grad der Harmonisierung des Instrumentariums zu fördern und damit zu garantieren, daß die Märkte mit den neuen Maßnahmen und Praktiken vertraut sind, wenn das ESZB seine Arbeit in vollem Umfang aufnimmt.

Der Ausschuß der Zentralbankpräsidenten hat bisher dem letztgenannten Thema Priorität eingeräumt und mit einer umfassenden Bestandsaufnahme der Gemeinsamkeiten und Unterschiede der in den Mitgliedsländern angewandten geldpolitischen Instrumente begonnen. Diese Bestandsaufnahme deckt sowohl die Skala der verfügbaren Instrumente (d.h. diskretionäre Offenmarktoperationen, permanente Linien, die von den Notenbanken zu vereinbarten Konditionen bereitgestellt und von den Geschäftsbanken auf eigene Initiative genutzt werden, sowie Mindestreserveanforderungen) als auch die entsprechenden Bedingungen ihrer Anwendung ab. Im letzteren Fall untersucht der Ausschuß der Zentralbankpräsidenten die Häufigkeit der Operationen, ihre Konditionen und Bedingungen sowie den Kreis der Marktteilnehmer, mit dem kontrahiert wird. Eine kurze Zusammenfassung der vorläufigen Arbeiten ist in Kapitel II wiedergegeben.

#### *Druck und Ausgabe einer Europäischen Banknote*

Der Vertrag überträgt der EZB und den nationalen Zentralbanken das ausschließliche Recht der Emission von Banknoten, die gesetzliches Zahlungsmittel in der Gemeinschaft sind. Zur Vorbereitung dieser Aufgabe wurde das EWI mit der Aufsicht über die technische Planung für die Einführung von ECU-Banknoten betraut.

Erfahrungen auf nationaler Ebene zeigen, daß die Entwicklung und Einführung einer neuen Banknotenserie normalerweise mehrere Jahre in Anspruch nehmen. Es ist zu erwarten, daß sich die Verhältnisse auf Gemeinschaftsebene als noch komplexer erweisen. Zusätzliche Aspekte, die in Betracht gezogen werden müssen, beinhalten den wesentlich größeren Notenbestand, der durch neue, auf ECU lautende Banknoten ersetzt werden muß, sowie die Unterschiede zwischen den einzelnen Mitgliedsländern hinsichtlich der Zahlungsgewohnheiten und Methoden der Produktion, Herstellung, Ausgabe und Bearbeitung von Banknoten. Aus diesen Gründen erschien es ratsam, eine Bestandsaufnahme in einem frühen Stadium durchzuführen, um die Art und das ungefähre Ausmaß potentieller Probleme auszuloten. Infolgedessen wird gegenwärtig eine Studie über Druck, Umlauf, Ausgabe, Handhabung, Aussonderung und Vernichtung von Banknoten in der Gemeinschaft erstellt. Die rechtlichen Aspekte der Banknotenemission werden gleichfalls untersucht.

Darüber hinaus wurde mit der konzeptionellen Arbeit auf verschiedenen Gebieten begonnen. Erstens steht eine Anzahl von Möglichkeiten hinsichtlich des Erscheinungsbildes neuer Banknoten zur Diskussion. Generell gibt es drei Möglichkeiten: identische Banknoten in allen Mitgliedsländern, gemeinschaftliche Banknoten mit na-

tionalen Merkmalen oder nationale Banknoten mit europäischen Merkmalen. Diese Optionen werden gegenwärtig aus verschiedenen Blickwinkeln untersucht, einschließlich der öffentlichen Akzeptanz und Erkennbarkeit sowie der Automationsfähigkeit. Ein zusätzliches Kriterium werden die Vorteile großer Serien hinsichtlich Gestaltung, Produktions- und Vertriebskosten sein.

Zweitens erörtert der Ausschuß der Zentralbankpräsidenten Fragen der allgemeinen Merkmale der neuen Banknoten einschließlich der Wertstaffelung, der Gestaltung und der Größe. Diese Aspekte werden vor dem Hintergrund der Sicherungstechniken zur Vermeidung von Fälschungen und den Anforderungen einer automatisierten Bearbeitung der umlaufenden Noten beurteilt.

Ein dritter Hauptpunkt der Erörterung erstreckt sich auf rechtliche, institutionelle und organisatorische Aspekte der Notenemission und der Bearbeitung der umlaufenden Noten, insbesondere auf die Aufteilung der Verantwortung zwischen der EZB und den nationalen Zentralbanken. Es sind verschiedene Optionen denkbar, deren komperative Vorteile auf der Basis von Effizienz- und Kostengesichtspunkten analysiert werden müssen.

Schließlich wurden bereits vorbereitende Studien zu Fragen des Übergangs erstellt. Zwei Optionen kommen für das Inverkehrbringen der neuen Banknoten in Betracht. Die erste Möglichkeit wäre ein sogenannter "big bang", d.h. die neuen Banknoten würden zu einem bestimmten Stichtag eingeführt und würden die auf nationale Währungen lautenden Noten innerhalb einer kurzen Zeitspanne ablösen. Die zweite Option wäre die schrittweise Einführung der neuen Banknoten, die in der Übergangsphase parallel zu den nationalen Noten zirkulieren würden. Die beiden Optionen werden unter verschiedenen Blickwinkeln weiter untersucht werden müssen: ihr Beitrag zur Einführung der einheitlichen Währung innerhalb eines festen Zeitrahmens, der den politischen Instanzen angemessen erscheint, die Untermauerung der Glaubwürdigkeit und der Akzeptanz der künftigen einheitlichen Währung, die für die Wirtschaftssubjekte damit verbunden Kosten sowie Aspekte der praktischen Durchführbarkeit. Daneben muß die Einführung neuer Banknoten in Zusammenhang mit dem Übergang zur ECU als Einheitswährung des gemeinsamen Währungsraumes gesehen werden. Der Ausschuß der Zentralbankpräsidenten, wie später das EWI, wird daher seine Arbeit in enger Zusammenarbeit mit anderen kompetenten Gemeinschaftsinstitutionen durchführen. Insbesondere wurde der Rat ermächtigt, nach der unwiderruflichen Fixierung der Wechselkurse zu Beginn der dritten Stufe die notwendigen gesetzlichen Maßnahmen für eine rasche Einführung der ECU als Einheitswährung zu treffen.

### *Zahlungsverkehrssysteme*

Der Ausschuß der Zentralbankpräsidenten richtet sein Augenmerk auf die Implikationen für die Zahlungsverkehrssysteme, die einerseits aus der Vollendung des Binnenmarktes und andererseits aus der Verwirklichung eines einheitlichen Währungsraumes mit Beginn der dritten Stufe resultieren. Es ist zu erwarten, daß als Folge der finanziellen Integration das Volumen der grenzüberschreitenden Zahlungsströme im einheitlichen Markt ansteigen wird. In Übereinstimmung mit der zweiten Bankrechtskoordinierungsrichtlinie darf darüber hinaus jede in einem Mitgliedstaat zugelassene Bank "Zahlungsverkehrsdienstleistungen" im gesamten Gemeinschaftsraum anbieten. Ihr muß daher Zugang zu Systemen des Interbankzahlungsverkehrs gewährt werden und zwar zu den gleichen Bedingungen wie den entsprechenden inländischen Banken. Die Währungsunion wird eine Zusammenführung der bereits existierenden Zahlungsverkehrssysteme notwendig machen, um zu garantieren, daß die monetären Bedingungen innerhalb des Währungsraumes überall gleich sind. Der Bedeutung der Zahlungsverkehrssysteme für die Durchführung der Geldpolitik wird im Vertrag über die Europäische Union Rechnung getragen; der Vertrag weist die Aufgabe der Förderung des "reibungslosen Funktionierens der Zahlungssysteme" dem ESZB zu. In dieser Hinsicht ist die EZB ermächtigt, Verordnungen zu erlassen, um effiziente und zuverlässige Zahlungssysteme innerhalb der Gemeinschaft und im Verkehr mit dritten Ländern zu gewährleisten.

Die Arbeit des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten basiert auf Studien, die von einer 1991 eingerichteten "ad hoc"-Expertengruppe durchgeführt wurden, um einen gründlichen Überblick über die Zahlungsverkehrssysteme zu gewinnen. Die Ergebnisse dieser Studien wurden in einem Dokument mit dem Titel "Payment Systems in EC Member States" (auch bekannt als Blaues Buch) vorgelegt. Im September 1992 wurde es vom Ausschuß der Zentralbankpräsidenten veröffentlicht, um die wachsende Nachfrage von interessierter dritter Seite nach einem Handbuch über die EG-Zahlungsverkehrssysteme zu befriedigen.

Der Ausschuß der Zentralbankpräsidenten identifizierte verschiedene Themen von gemeinsamem Interesse für die Notenbanken. Diese betreffen hauptsächlich Großbetragzahlungssysteme und werden momentan weiter untersucht.

Erstens werden allgemein anerkannte Grundsätze zur gemeinschaftlichen Aufsicht über die Zahlungsverkehrssysteme in der Gemeinschaft entwickelt. Die gemeinschaftliche Aufsicht wird sich auf grenzüberschreitende Verrechnungs- und Zahlungsverkehrssysteme wie auch auf die Teilnahme von in der EG registrierten Banken an Zahlungsverkehrssystemen eines Landes beziehen, in dem sie weder ihren Hauptsitz noch eine Filiale unterhalten. Nach der zweiten Bankrechtskoordinierungsrichtlinie hat die Aufsichtsbehörde des Heimatlandes die alleinige Verantwortung für die Solvenz der von ihr zugelassenen Banken. Diese Verantwortung erstreckt sich auch auf Filialen

in anderen Ländern der Gemeinschaft. Die Behörden des Gastlandes werden also nicht mehr automatisch alle Informationen erhalten, die sie zur Beurteilung der finanziellen Situation einzelner Teilnehmer an inländischen Zahlungsverkehrssystemen benötigen; den heimischen Aufsichtsbehörden könnten andererseits Informationen über die Risiken entgehen, die Banken aus der Teilnahme an Zahlungsverkehrssystemen anderer EG-Länder erwachsen. Deshalb werden die Notenbanken und die sonstigen Aufsichtsbehörden die Überwachung der Teilnehmer koordinieren müssen.

Zweitens werden Möglichkeiten zur Einführung und Durchsetzung von gemeinsamen Mindeststandards für inländische Systeme untersucht. Diese beinhalten: die Festsetzung von konsistenten Mindestvoraussetzungen für den Zugang zu Interbank-Zahlungsverkehrssystemen, die Erwägung von risikoreduzierenden Maßnahmen, die auf die großen Interbank-Systeme angewendet werden können und die Untersuchung von Maßnahmen, wie das aus unterschiedlichen nationalen Rechtssystemen resultierende Risiko für grenzüberschreitende Zahlungen reduziert werden kann. Das Ziel ist, den Ablauf von grenzüberschreitenden Zahlungen innerhalb der Gemeinschaft reibungslos zu gestalten und gleichzeitig das Risiko eines Wettbewerbsdrucks zu vermeiden, der die Solvenz und Sicherheit der großen Interbank-Zahlungsverkehrssysteme beeinträchtigt.

Drittens wird die Entwicklung eines EG-weiten Zahlungsverkehrssystems für Großbeträge untersucht. Ein solches System wird für die effiziente Durchführung einer einheitlichen Geldpolitik in der dritten Stufe unbedingt erforderlich sein. Der notwendige Zeitaufwand und Ressourceneinsatz für den Entwurf und die Einführung eines voll integrierten Systems machen es notwendig, das Thema schon in einem frühen Stadium in Angriff zu nehmen. Eine frühe Kenntnis der Infrastruktur wird auch für die Zukunftsplanung der EG-Bankenwelt von Nutzen sein.

Überdies werden die Zahlungsverkehrssysteme nicht ausschließlich von den Notenbanken unterhalten, sondern teilweise vom privaten Bankensektor selbst organisiert. Deswegen ist ein fruchtbarer Dialog mit der EG-Bankenwelt unbedingt erforderlich. Im November 1992 wurde ein solcher Dialog durch ein Treffen der Arbeitsgruppe über EG-Zahlungsverkehrssysteme mit Vertretern der Europäischen Bankenverbände und großer Geschäftsbanken in Gang gesetzt. Der Ausschuß der Zentralbankpräsidenten steht auch mit dem Europäischen Ausschuß für Bankenstandards in Verbindung, der kürzlich unter der Schirmherrschaft der Europäischen Bankenverbände gegründet wurde.

Schließlich wird das ECU-Clearing-System weiterhin eingehend überwacht(siehe Abschnitt IV.1).

### *Statistik*

Eine zeitnahe und zuverlässige statistische Datenbasis ist eine unabdingbare Voraussetzung für die Durchführung der Geldpolitik. Die ESZB-Satzung beauftragt die

EZB, mit Unterstützung der nationalen Notenbanken die notwendigen statistischen Daten zu erheben. Außerdem wird die EZB, soweit erforderlich, zu einer Harmonisierung der Regeln und Verfahren der Erhebung, Verarbeitung und Verteilung von Statistiken innerhalb ihres Zuständigkeitsbereiches beitragen. Im Rahmen der vorbereitenden Arbeiten wird das EWI diese Harmonisierung fördern.

Der Ausschuß der Zentralbankpräsidenten hat den Prozeß zur Verbesserung der statistischen Informationen, die für die Koordinierung der Geldpolitiken notwendig sind, in Gang gesetzt und damit begonnen, eine statistische Datenbasis für die Durchführung einer einheitlichen Geldpolitik zu definieren. In einem ersten Schritt müssen die Anforderungen von EWI und EZB an die Statistik geklärt werden. Einmal definiert, werden sie dann mit den verfügbaren nationalen Daten verglichen. Dieser Vergleich bietet anschließend die Grundlage für die analytische Arbeit, die notwendig ist, um den Aufbau von zuverlässigen Statistiken für den gemeinsamen Währungsraum zu gewährleisten. Zusätzlich wird anhand des Vergleichs zu beurteilen sein, ob Anpassungen bei der laufenden Datenerhebung notwendig sind.

Drei Prinzipien spielen bei der Beurteilung der zukünftigen statistischen Erfordernisse eine wichtige Rolle: die Belastungen der Finanzinstitutionen aus der Berichtspflicht zu minimieren, die Infrastruktur der nationalen Notenbanken optimal zu nutzen und die Kompatibilität zwischen den internationalen Standards und denen der Gemeinschaft herzustellen. In dem jetzigen, noch frühen Stadium ist es auch wichtig, einen gewissen Grad an Flexibilität aufrechtzuerhalten. Es muß Raum für Anpassungen im Hinblick auf das noch zu definierende Konzept einer einheitlichen Geldpolitik, die Harmonisierung der geldpolitischen Instrumente und die voraussichtlichen Veränderungen der Strukturen und Arbeitsweisen der Finanzmärkte bleiben.

Der Ausschuß der Zentralbankpräsidenten arbeitet im statistischen Bereich eng mit den zuständigen Gemeinschaftsinstitutionen und den internationalen Behörden zusammen. Diese Kooperation findet im Rahmen des Ausschusses für Währungs-, Finanz- und Zahlungsbilanzstatistiken statt.

#### *Richtlinien für die Rechnungslegung der nationalen Zentralbanken*

Die Harmonisierung der Regeln und Praktiken der Rechnungslegung der nationalen Zentralbanken ist nicht nur unentbehrliche Voraussetzung für die Durchführung einer einheitlichen Geldpolitik, sondern auch für die Anwendung der Bestimmung der ESZB-Satzung über die monetären Einkünfte und die Übertragung von Devisen. Die Satzung ermächtigt den Rat der EZB, "die notwendigen Vorschriften für die Standardisierung der buchmäßigen Erfassung und der Meldung der Geschäfte der nationalen Zentralbanken" zu erlassen. Diese Aufgabe wird sich voraussichtlich als sehr komplex erweisen, da die einzelnen Methoden und Praktiken der Rechnungslegung

Spiegelbild unterschiedlicher nationaler Traditionen und gesetzlicher Bestimmungen sind.

Die vorbereitenden Arbeiten des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten dienten bisher der Bestandsaufnahme; es erfolgte eine Zusammenstellung der gegenwärtig von den Notenbanken angewendeten Methoden der Rechnungslegung. Besondere Aufmerksamkeit wurde drei Aspekten gewidmet: dem institutionellen und gesetzlichen Kontext, innerhalb dessen das Rechenwerk der Notenbank erstellt wird, dem Vergleich und der Zuordnung von Positionen in den Bilanzen und den Gewinn- und Verlustrechnungen der Notenbanken und der Identifikation von Gemeinsamkeiten oder Unterschieden in der Bewertung dieser Positionen, besonders wenn sie von Bedeutung für das EWI oder das ESZB sein könnten. Auf der Basis dieser Bestandsaufnahme will der Ausschuß der Zentralbankpräsidenten die vorbereitenden Arbeiten zur Harmonisierung der Rechnungslegungsstandards und -regeln durchführen und - wo es ihm angemessen erscheint - auch die Möglichkeit der Gemeinschaftsgesetzgebung in Betracht ziehen.

#### *Informationssysteme*

Das EWI und die EZB werden zuverlässige Informationssysteme benötigen. Diese Systeme müssen effizient mit denen der nationalen Zentralbanken kommunizieren. In der zweiten Stufe wird sich der Informationsaustausch hauptsächlich auf den Austausch statistischer Daten beziehen; in der dritten Stufe wird er sich auch auf operationelle Funktionen erstrecken.

Vor diesem Hintergrund wurde es für notwendig erachtet, mit der Definition einer technischen Strategie für Informations- und Kommunikationssysteme für das EWI und das ESZB zu beginnen. Zwei vorbereitende Schritte wurden bisher unternommen.

Erstens werden gegenwärtig technische Analysen erstellt, um den status quo der Infrastruktur der Informationssysteme der Notenbanken zu erfassen. Zweitens werden die Anforderungen an die Informations- und Kommunikationssysteme von EWI und ESZB unter Berücksichtigung der verschiedenen Aufgaben dieser beiden neuen Institutionen herausgearbeitet.

Die Ergebnisse der Bestandsaufnahme wie auch die Analyse der Anforderungen werden sowohl Basis für die Vorbereitung der Infrastruktur der Informationssysteme von EWI und EZB als auch für die Verbindung der verschiedenen Systeme der Zentralbanken sein.



## **ANHÄNGE**

**ANHANG I:** VERÄNDERUNGEN DER GELDPOLITISCHEN INSTRUMENTE  
UND VERFAHREN SEIT DEM BEGINN DER ERSTEN STUFE

**ANHANG II:** INSTITUTIONELLER STATUS DER ZENTRALBANKEN IN DEN  
LÄNDERN DER GEMEINSCHAFT



## VERÄNDERUNGEN DER GELDPOLITISCHEN INSTRUMENTE UND VERFAHREN SEIT DEM BEGINN DER ERSTEN STUFE

Seit dem Beginn der ersten Stufe der WWU im Juli 1990 wurden die Techniken für die Ausführung der geldpolitischen Operationen in Belgien, Dänemark, Deutschland, Griechenland und Portugal in größerem Umfang verändert. Dieser Abschnitt beschreibt diese Änderungen kurz.

### **Belgien**

Bis Januar 1991 beschränkte sich die belgische Geldpolitik nahezu ausschließlich auf die Festsetzung des Schatzwechselsatzes. Die Zentralbank konnte den Satz in Absprache mit dem Finanzminister festsetzen. Die Größe des Schatzwechselmarktes und die Möglichkeit, Titel "auf Abruf" zu emittieren (d.h. Schatzwechsel wurden an die Banken normalerweise auf deren Anforderung abgegeben), erlaubten es der Zentralbank, die kurzfristigen Zinssätze ziemlich genau zu steuern. Das System hatte jedoch einige Nachteile. Insbesondere war die Geldpolitik nur auf ein einziges Instrument gestützt. Dieses Instrument hatte zudem deutlich erkennbare budgetäre Auswirkungen, die den Grad der Zinsflexibilität einschränken konnten. Und schließlich konnten die Banken durch eine Reduzierung ihrer Schatzwechselbestände Liquiditätsengpässe an das Schatzamt weitergeben, das dann seinerseits Rückgriff auf Zentralbankkredite nehmen mußte.

Die im Januar 1991 eingeführte Reform der Geldpolitik hatte zwei Hauptkomponenten. Einerseits wurden Maßnahmen ergriffen, um den Wettbewerb bei kurzfristigen Staatspapieren am Primärmarkt zu verstärken; insbesondere wurde die Emission von Schatzwechseln "auf Abruf" durch ein System regelmäßiger Auktionen ersetzt, die einem großen Kreis von Anlegern offenstehen. Außerdem wurden Maßnahmen zur Entwicklung eines leistungsfähigen Sekundärmarktes ergriffen.

Andererseits gibt die Zentralbank keinen repräsentativen Geldmarktzins mehr administrativ vor, sondern gestaltet stattdessen die Zinspolitik durch Interventionen am Geldmarkt. Zum ersten verwendet sie ein Tenderverfahren zur regelmäßigen Kreditbereitstellung, über das der Markt routinemäßig mit Liquidität versorgt wird. Der Zuteilungssatz signalisiert dem Markt darüber hinaus die geldpolitischen Intentionen. Zum zweiten führt die Zentralbank zwischen den Ausschreibungen von Tag zu Tag Offenmarktoperationen durch, um die Liquiditätslage zu beeinflussen. Zum dritten wurden Anlage- und Überziehungsmöglichkeiten geschaffen, um individuelle Liquiditätsüberschüsse bzw. -defizite bei Tagesschluß auszugleichen. Die für diese Fazilität zur Anwendung gebrachten Zinssätze bilden außerdem die untere bzw. obere Begrenzung für die sehr kurzfristigen Marktsätze. Und schließlich verwendet die Zentralbank

zwei offizielle Sätze: den Diskontsatz, der für die Mobilisierung eines kleinen Betrages von Handelswechseln Anwendung findet, und den Zinssatz für Überziehungen, wenn ein bestimmtes Limit überschritten wird. Diese Zinssätze haben in erster Linie symbolischen Charakter. Sie werden normalerweise genutzt, um dem Markt eine Änderung der Politik zu signalisieren; z.B. wenn andere Zentralbanken ihre offiziellen Zinssätze verändern.

### **Dänemark**

Bis Ende März 1992 bot die Danmarks Nationalbank zwei ständige Fazilitäten an: eine unlimitierte Anlagemöglichkeit, um überschüssige Liquidität am Geldmarkt zu absorbieren, und eine limitierte Kreditlinie zur Liquiditätsbereitstellung. Die auf diese Fazilitäten angewandten Zinssätze waren an den offiziellen Diskontsatz gekoppelt. Diese Verfahren stellten in der Praxis eine Einengung der geldpolitischen Flexibilität dar.

Am 1. April 1992 führte die Danmarks Nationalbank deshalb ein neues System ein, um die operationelle Flexibilität zu erhöhen. Nach dem neuen Verfahren emittiert die Zentralbank auf wöchentlicher Basis regelmäßig Einlagenzertifikate mit einer Laufzeit von zwei Wochen. Um sicherzustellen, daß die Banken ausreichend Überschußliquidität besitzen, um Einlagenzertifikate zu erwerben, stellt die Danmarks Nationalbank, sofern notwendig, durch reversible Offenmarktgeschäfte mit öffentlichen Titeln Liquidität bereit. Der auf diese Zertifikate gebotene Zinssatz determiniert die Marktsätze am kurzen Ende. Die Bank kann Zertifikate zurückkaufen, wenn eine Notwendigkeit zur Liquiditätsanreicherung besteht.

Gleichzeitig wurde die Kreditfazilität abgeschafft und die Anlagefazilität begrenzt. Das Einlagevolumen, das Banken verzinslich bei der Zentralbank unterhalten können, wurde auf 5 % ihrer monatsdurchschnittlichen eigenen Einlagen begrenzt. Einlagen, die über diesen Prozentsatz hinausgehen, werden nicht mehr verzinst. Die Durchschnittsregel für den verzinslichen Teil hilft teilweise, die Schwankungen der Zinssätze am ganz kurzen Ende des Marktes zu begrenzen.

### **Deutschland**

Die Deutsche Bundesbank gab am 1. März 1993 erstmals Liquiditätspapiere mit einer Laufzeit von drei, sechs und neun Monaten aus. Die Emission erfolgte auf der Basis des neu in das Bundesbankgesetz aufgenommenen Paragraphen 42, wonach die Bundesbank auf eigene Rechnung Schatzwechsel oder unverzinsliche Schatzanweisungen der Bundesrepublik Deutschland bis zu einem Höchstbetrag von 50 Mrd DM emittieren kann. Derartige Emissionen dienen der geldpolitischen Steuerung und stellen keine Finanzierung der öffentlichen Hand dar. Die Ausgabe der Liquiditätspapiere steht

sowohl zeitlich wie inhaltlich in direkter Verbindung mit einer deutlichen Verringerung der geltenden Mindestreservepflicht. Sie bedeutet eine Erweiterung des geldpolitischen Instrumentariums und soll die Wettbewerbsposition der deutschen Geschäftsbanken verbessern. Unter geldpolitischen Gesichtspunkten erhöht dieses Instrument die Flexibilität bei der Ausführung der Geldpolitik insofern, als es z. B. eine effizientere Reaktion auf Liquiditätseffekte nach Turbulenzen an den Devisenmärkten ermöglicht und der Zentralbank erlaubt, die Liquiditätssituation der Nichtbanken direkt zu beeinflussen. Nach der Einführung dieses Instruments steht der Zentralbank nun ein größeres Spektrum offenmarktpolitischer Optionen zur Verfügung.

### **Griechenland**

Im Dezember 1992 kündigte die Bank von Griechenland die Einführung von zwei neuen Instrumenten zur Liquiditätsversorgung des Bankensystems an, und zwar eine Art Lombardkredit gegen Verpfändung von öffentlichen Titeln und eine Rediskontlinie für Handelswechsel. Für beide Linien sind Gesamtkontingente festgelegt, die auf die Kreditinstitute verteilt werden, wobei Kriterien maßgeblich sind, die sich auf das Volumen bestimmter Bilanzpositionen beziehen. Die Zinssätze für diese beiden Kreditlinien sind dazu gedacht, einen Korridor zu bilden, innerhalb dessen die Geldmarktsätze schwanken können. Die bereits existierende Überziehungsmöglichkeit wird als "last resort-Instrument" beibehalten und bei Inanspruchnahme mit einem Strafzins belegt.

Um die Flexibilität der Liquiditätssteuerung zu erhöhen, wurden im November 1992 außerdem Auktionen für Währungsswaps eingeführt. Mit den jüngsten Maßnahmen ist die Absicht verbunden, die Verwendung marktmäßiger Verfahren bei der Ausführung der Geldpolitik zu festigen und so die Wirksamkeit zu erhöhen.

### **Portugal**

Um die Effizienz der Geldpolitik zu erhöhen, wurden ab Januar 1991 hauptsächlich Offenmarktoperationen zur Regulierung der Geldmarktbedingungen in Portugal eingesetzt. Unter dem neuen System richten sich die Zentralbankinterventionen in erster Linie auf die Pflichtreserve-Anforderungen an die Banken. Die Reservepflicht ist über eine Periode von etwa einer Woche zu erfüllen. Offenmarktoperationen stellen den Kanal zur regelmäßigen Bereitstellung und Absorption von Liquidität dar. Die dabei vom Banco de Portugal vorgegebenen Sätze haben Signalcharakter für die Geldpolitik. Diese Operationen finden jeweils am ersten Arbeitstag einer jeden Erfüllungsperiode statt. Während einer Reserveperiode kann die Bank auch zwischenzeitlich Offenmarktoperationen tätigen, um die Zinsen am ganz kurzen Ende des Marktes zu stabilisieren. Beide Typen werden mit kurzen Laufzeiten (bis zu einer Woche) abgeschlossen. Anfangs wurden sie grundsätzlich über Repos mit inländischen

Schatzwechsell getätigt. Seit Mitte 1991 wurden liquiditätsabsorbierende Operationen jedoch überwiegend über die Emission von Zentralbankzertifikaten vorgenommen. Außerdem bietet die Zentralbank am letzten Arbeitstag der einwöchigen Erfüllungsperiode eine Überziehungslinie an, um Banken, die Mittellengpässe haben, die Reserveerfüllung zu ermöglichen. Über diese Fazilität wird eintägiges Geld zu einem Strafzins zur Verfügung gestellt.

Angesichts des existierenden strukturellen Liquiditätsüberschusses am Geldmarkt tätigt der Banco de Portugal auch liquiditätsabsorbierende Operationen mit längeren Laufzeiten.

Ende März 1991 wurde das Verzinsungssystem der Pflichtreserven geändert. Pflichtreserven für neue Verbindlichkeiten (Zuwachs gegenüber dem Jahresendstand 1990) werden nun zu einem marktnahen Satz verzinst, um die mit dem Unterhalt unverzinslicher Reserven verbundene implizite Besteuerung zu beseitigen.

## INSTITUTIONELLER STATUS DER ZENTRALBANKEN IN DEN LÄNDERN DER GEMEINSCHAFT

### **1 BANQUE NATIONALE DE BELGIQUE**

#### **1.1 Ziele und Aufgaben**

Gesetzlich sind keine ausdrücklichen Ziele niedergelegt. Die Hauptaufgaben sind: Geld- und Wechselkurspolitik, Verwaltung der offiziellen Währungsreserven, europäische und internationale Zusammenarbeit in der Währungspolitik und Sicherung des reibungslosen Funktionierens der Zahlungssysteme. In speziellen gesetzlichen Bestimmungen sind der Bank weitere Aufgaben zugewiesen. Die Banque Nationale ist nicht verantwortlich für die Bankenaufsicht.

#### **1.2 Organe**

Die Bank wird vom Präsidenten geleitet und vom Direktorium verwaltet, das vom Regenschaftsrat unterstützt wird. Überwacht wird sie vom Prüfungsrat. Außerdem gibt es einen Generalrat.

Der Präsident wird (nach Nominierung durch die Regierung) von der Krone für eine erneuerbare Amtszeit von fünf Jahren ernannt. Der Präsident kann von der Krone suspendiert oder entlassen werden, was in der Vergangenheit noch nie vorgekommen ist.

Das Direktorium umfaßt neben dem Präsidenten drei bis sechs weitere Mitglieder, die von der Krone auf Vorschlag des Regenschaftsrates für eine Amtszeit von sechs Jahren ernannt werden. Das Direktorium verwaltet die Bank und ist unter der Kontrolle des Regenschaftsrates verantwortlich für die Orientierung der Geldpolitik.

Der Regenschaftsrat besteht aus dem Präsidenten, den Direktoriumsmitgliedern und den Regenten. Die Regenten werden von der Generalversammlung der Anteilseigner für drei Jahre ernannt (der belgische Staat hält 50 % der Anteile). Fünf der Regenten werden auf Vorschlag des Finanzministers und fünf auf Vorschlag der führenden Vereinigungen von Industrie, Handel, Landwirtschaft und der Arbeitnehmervertretungen ernannt. Der Regenschaftsrat hat das umfassende Recht, die Sätze und Konditionen für den Diskont, für Vorschüsse und Kredite festzusetzen und die Bilanz festzustellen.

Der Prüfungsrat umfaßt acht bis zehn Mitglieder, die von der Generalversammlung der Anteilseigner für drei Jahre gewählt werden. Neben der Kontrolle der

Tätigkeiten der Bank obliegt ihm die Bewilligung des vom Regenschaftsrat vorgeschlagenen Budgets und die Genehmigung des Jahresabschlusses.

Der Generalrat besteht aus dem Präsidenten, den Direktoriumsmitgliedern, den Regenten und den Prüfern. Er hat wichtige administrative Funktionen.

Obwohl kein Weisungsrecht der politischen Instanzen existiert, gibt es einen Regierungskommissar in der Bank. Sowohl der Finanzminister als auch der Regierungskommissar haben die Befugnis, jede Entscheidung der Bank, die gegen das Gesetz, die Satzung der Zentralbank und die Interessen des Landes verstößt, aufzuheben oder Einspruch dagegen einzulegen. Diese Befugnis wurde hinsichtlich aller Entscheidungen und Operationen der Zentralbank, sofern sie deren Hauptaufgaben betreffen, jedoch im März 1993 abgeschafft.

### **1.3 Unabhängigkeit bei der Festlegung und Ausführung der Geld- und Wechselkurspolitik**

Die Bank ist für die Festlegung und Ausführung der Geldpolitik verantwortlich. Die Geldpolitik wird im Kontext des von der Regierung vorgegebenen Wechselkurssystems durchgeführt. Insbesondere werden Wechselkursvereinbarungen von der Krone (der Regierung) nach Beratungen mit der Bank beschlossen.

Die im Januar 1991 eingeführte Reform der Geldpolitik (siehe die Darstellung in Anhang I dieses Berichts) hatte signifikante Auswirkungen auf der operationellen Ebene. Seither kann die Bank eine große Palette geldpolitischer Instrumente einsetzen; die Einführung einer Mindestreservepflicht bedarf jedoch der Zustimmung der Regierung. Nach dem im März 1993 verabschiedeten neuen Gesetz wird die "monetäre Finanzierung" spätestens zum Juni 1993 abgeschafft.

### **1.4 Demokratische Verantwortlichkeit und Transparenz**

Es besteht keine institutionalisierte Beziehung zwischen der Bank und dem Parlament und in der Tat trat der Präsident selten vor das Parlament. Was die Beziehungen zur Regierung anbelangt, ist zu bemerken, daß der Präsident nur selten Kabinettsitzungen beiwohnte. Neben der oben beschriebenen Rolle der Regierung bei der Bestellung der Organmitglieder bedarf die Vorlage des Wochenausweises der Bank der Genehmigung des Finanzministers. Außerdem veröffentlicht die Bank einen Jahresbericht.

### **1.5 In Aussicht stehende institutionelle Änderungen**

Nach der Verabschiedung des neuen Gesetzes, durch das die Unabhängigkeit der Zentralbank gestärkt und die "monetäre Finanzierung" verboten wurde, sind gegenwärtig keine weiteren Änderungen geplant.

## 2 DANMARKS NATIONALBANK

### 2.1 Ziele und Aufgaben

Das gesetzlich vorgegebene Ziel ist die Aufrechterhaltung eines sicheren und festen Währungssystems sowie die Förderung und Regulierung der Zahlungsströme und der Kreditgewährung.

Hauptaufgaben sind die Ausführung der Geldpolitik und die Wechselkurssteuerung. Die Bank verwaltet auch die offiziellen Währungsreserven und fungiert als "fiscal agent" der Zentralregierung. Sie ist jedoch nicht Bankaufsichtsbehörde.

### 2.2 Organe

Organe sind der Gouverneursrat, das Direktorium und der Ausschuß der Direktoren.

Der Gouverneursrat besteht aus drei Mitgliedern. Der Vorsitzende wird von der Krone ernannt; die zwei weiteren Mitglieder werden vom Direktorium gewählt. Es gibt keine Begrenzung der Amtszeit. In der Praxis werden die Mitglieder auf Lebenszeit, d.h. bis zum Eintritt in den Ruhestand mit 70 Jahren, ernannt. Der Gouverneursrat ist voll verantwortlich für die geldpolitischen Entscheidungen der Bank.

Das Direktorium hat 25 Mitglieder, von denen zwei vom Königlichen Bankkommissar, d. h. vom Wirtschaftsminister, acht vom Parlament aus dessen Mitte und die restlichen 15 vom Direktorium ernannt werden, um eine umfassende Repräsentanz des Wirtschaftslebens sicherzustellen. Die Amtszeit beträgt fünf Jahre, wobei die Möglichkeit der Wiederwahl besteht. Das Direktorium ist zuständig für administrative und organisatorische Angelegenheiten.

Der Ausschuß der Direktoren besteht aus zwei Mitgliedern des Direktoriums, die vom Königlichen Bankkommissar ernannt werden, und fünf Mitgliedern, die vom Direktorium aus dessen Mitte gewählt werden. Die Amtszeit beträgt ein Jahr mit der Möglichkeit der Wiederwahl. Auch dieser Ausschuß trägt administrative und organisatorische Verantwortung.

Der Königliche Bankkommissar überwacht die Einhaltung der gesetzlichen Verpflichtungen der Bank und stellt die formale Verbindung zwischen der Bank und der Regierung dar.

Die Organmitglieder unterliegen keinen Anweisungen der politischen Instanzen.

### **2.3 Unabhängigkeit bei der Festlegung und Ausführung der Geld- und Wechselkurspolitik**

Die geldpolitische Hoheit liegt beim Gouverneursrat der Bank; er bestimmt den geldpolitischen Rahmen einschließlich der Zinssätze. Traditionell wird die Geldpolitik im Einvernehmen zwischen Bank und Regierung festgelegt. Der Gouverneursrat hat volle Handlungsfreiheit bei der Ausführung der Geldpolitik und beim Instrumenteneinsatz. Außerdem hält sich Dänemark strikt an das Verbot der "monetären Finanzierung", wie es im Maastricht-Vertrag niedergelegt ist. Defizite des Zentralhaushalts werden von der Regierung über die Emission von Staatstiteln am Markt finanziert.

Die Wechselkurspolitik wird von der Regierung im Einvernehmen mit der Bank festgelegt. Die Ausführung der Wechselkurspolitik obliegt der Bank.

### **2.4 Demokratische Verantwortlichkeit und Transparenz**

Durch die Zusammensetzung des Direktoriums und des Ausschusses der Direktoren sowie durch die Bestimmung, daß der Königliche Bankkommissar und der Finanzminister - jedoch ohne Stimmrecht - an den Beratungen über Änderungen des offiziellen Diskontsatzes teilnehmen können, ist der demokratischen Verantwortlichkeit Rechnung getragen. Darüber hinaus ist die Bank gesetzlich verpflichtet, einen vom Direktorium und vom Königlichen Bankkommissar genehmigten Jahresabschluß und einen Jahresbericht zu veröffentlichen.

### **2.5 In Aussicht stehende institutionelle Änderungen**

Es gibt keine Pläne für institutionelle Änderungen.

## **3 DEUTSCHE BUNDESBANK**

### **3.1 Ziele und Aufgaben**

Die Deutsche Bundesbank ist die Währungs- und Notenbank der Bundesrepublik Deutschland. Hauptaufgabe ist die Sicherung der Währung. Die Bank ist verpflichtet, die allgemeine Wirtschaftspolitik der Regierung zu unterstützen, allerdings nur, soweit dadurch ihre Hauptaufgabe nicht gefährdet wird. Sie ist in die bankmäßige Abwicklung des Zahlungsverkehrs der Banken eingeschaltet und verwaltet die offiziellen Währungsreserven. Für die Bankenaufsicht ist sie nicht verantwortlich.

### **3.2 Organe**

Organe sind der Zentralbankrat, das Direktorium und die Vorstände der Landeszentralbanken (Hauptverwaltungen mit Zuständigkeit im Bereich der jeweiligen Bundesländer).

Der Zentralbankrat (max. 17 Mitglieder) besteht aus dem Präsidenten und dem Vizepräsidenten der Bundesbank, den weiteren Mitgliedern des Direktoriums und den Präsidenten der Landeszentralbanken. Der Zentralbankrat bestimmt die Währungs- und Kreditpolitik der Bank und ist oberstes internes Verwaltungsorgan.

Das Direktorium besteht aus dem Präsidenten, dem Vizepräsidenten sowie bis zu sechs (derzeit fünf) weiteren Mitgliedern. Alle Mitglieder des Direktoriums werden nach Anhörung durch den Zentralbankrat vom Bundespräsidenten auf Vorschlag der Bundesregierung bestellt. Das Direktorium ist für die Durchführung der währungs- und kreditpolitischen Beschlüsse des Zentralbankrates verantwortlich. Daneben leitet und verwaltet es die Bank, soweit nicht die Vorstände der Landeszentralbanken zuständig sind. Im Rahmen dieser Funktionen ist das Direktorium als "fiscal agent" zuständig für Geschäfte mit dem Bund und für die Bereitstellung von Kassenkrediten an den Bund und seine Sondervermögen, für Geschäfte mit bestimmten Kreditinstituten sowie für das Devisen- und Auslandsgeschäft, für Geschäfte am offenen Markt und ferner für interne Koordinierungsaufgaben im Gesamtbereich der Bank.

Die Vorstände der neun Landeszentralbanken bestehen aus dem Präsidenten, dem Vizepräsidenten und bei einigen Landeszentralbanken einem weiteren Vorstandsmitglied. Die Präsidenten der Landeszentralbanken werden vom Bundespräsidenten auf Vorschlag des Bundesrates bestellt, nachdem die zuständigen Landesregierungen diesem nach Anhörung des Zentralbankrates einen Vorschlag unterbreitet haben. Die Landeszentralbanken führen die in ihre Zuständigkeit fallenden Geschäfte mit der öffentlichen Verwaltung und den Kreditinstituten in ihrem Bereich durch.

Die Organmitglieder der Deutschen Bundesbank werden für acht Jahre, ausnahmsweise auch für eine kürzere Zeit, mindestens jedoch für zwei Jahre, bestellt; Wiederbestellung ist möglich. Die Bank und ihre Organmitglieder sind bei der Ausübung der Befugnisse, die ihnen nach dem Bundesbankgesetz zustehen, von Weisungen der Bundesregierung unabhängig.

### **3.3 Unabhängigkeit bei der Festlegung und Ausführung der Geld- und Wechselkurspolitik**

Die Währungs- und Kreditpolitik wird durch den Zentralbankrat in eigener Verantwortung festgelegt. Das Bundesbankgesetz enthält eine Bestimmung, wonach die Beschlußfassung des Zentralbankrats über geldpolitische Entscheidungen der Bundesbank auf Verlangen der Bundesregierung um bis zu zwei Wochen ausgesetzt werden

kann. Von dieser Befugnis hat die Bundesregierung bisher keinen Gebrauch gemacht. Die endgültige Entscheidung liegt in jedem Fall beim Zentralbankrat.

Die währungspolitischen Instrumente werden durch das Bundesbankgesetz bestimmt. Die Bank hat die Möglichkeit, innerhalb dieses gesetzlichen Rahmens die währungspolitischen Instrumente nach ihrem eigenen Ermessen einzusetzen, fortzuentwickeln und zu verfeinern. Es gibt keine zwingende Verpflichtung zur Gewährung von Krediten an den öffentlichen Sektor. Die Bank "darf" dem Bund und den Ländern und bestimmten anderen öffentlichen Haushalten Kredite, aber nur kurzfristig und in gesetzlich festgelegter Höhe, gewähren. Die Verzinsung erfolgt derzeit zum jeweiligen Lombardsatz, der dem Marktzinsniveau recht nahe kommt.

Die Bank interveniert am Devisenmarkt in eigener Verantwortung. Die Festsetzung von Leitkursen ist jedoch der Bundesregierung vorbehalten. Sie wird hierbei allerdings von der Bundesbank beraten.

### **3.4 Demokratische Verantwortlichkeit und Transparenz**

Die im Bundesbankgesetz verankerte Unabhängigkeit der Bundesbank beruht auf einem sozialen Konsens zugunsten einer geldwertorientierten Politik. Die Bank hat keine Berichtspflicht gegenüber dem Parlament und der Bundesregierung, aber sie unterrichtet die Öffentlichkeit durch ihre regelmäßigen Publikationen und Vorträge. Der Jahresabschluß wird von Wirtschaftsprüfern und vom Bundesrechnungshof geprüft.

### **3.5 In Aussicht stehende institutionelle Änderungen**

Es gibt gegenwärtig keine Pläne für institutionelle Änderungen.

## **4 BANK VON GRIECHENLAND**

### **4.1 Ziele und Aufgaben**

Gesetzliches Ziel ist die Regelung des Geldumlaufs und der Kreditversorgung, wobei die Geldwertstabilität als oberstes Ziel der Bank gilt.

Die Hauptaufgaben der Bank liegen in der Durchführung der Geld- und Wechselkurspolitik, gemäß den von der Regierung festgelegten allgemeinen Richtlinien. Die Bank besitzt das ausschließliche Recht der Banknotenausgabe und verwaltet die offiziellen Devisenreserven. Zusätzlich ist sie Bankenaufsichtsbehörde und spielt eine zentrale Rolle im Inlandszahlungsverkehr.

## **4.2 Organe**

Der Generalrat besteht aus dem Präsidenten, den Vizepräsidenten und neun Beratern ohne Leitungsfunktion. Der Präsident und die Vizepräsidenten werden auf Vorschlag des Generalrats für eine Periode von vier Jahren von der Regierung bestellt, während die neun Berater von der Generalversammlung auf drei Jahre gewählt werden. Eine Wiederernennung ist möglich. Die Gesamtleitung der Bank obliegt dem Generalrat.

Der Präsident ist das oberste Ausführungsorgan der Bank. Er selbst oder - in seiner Abwesenheit - ein Vizepräsident ist Vorsitzender des Generalrates, vertritt die Bank rechtlich und trifft im Namen des Rates alle Entscheidungen, welche nicht ausdrücklich in den Bereich des Generalrats fallen.

Vom Finanzminister kann ein nicht stimmberechtigter Regierungskommissar bestellt werden. Er nimmt an Sitzungen der Generalversammlung und des Generalrats teil und kann, wenn Entscheidungen seines Erachtens dem Bankstatut oder geltenden Gesetzen widersprechen, ein Veto einlegen.

## **4.3 Unabhängigkeit bei der Festlegung und Ausführung der Geld- und Wechselkurspolitik**

Die Bank gestaltet die Geldpolitik auf der Basis der gesamtwirtschaftlichen Ziele der Regierung. Während die Bank weitgehenden Freiraum bei der Wahl der monetären Zielgrößen und in der Durchführung der Geldpolitik besitzt, wird der Handlungsspielraum bei der Anwendung der geldpolitischen Instrumente dadurch begrenzt, daß der Zinssatz für Staatsschuldverschreibungen durch die Regierung administrativ bestimmt wird; die Bank wird hierzu lediglich konsultiert. Weiterhin muß die Bank der Regierung Überziehungslinien gewähren, die aber betragsmäßig begrenzt sind.

Die Wechselkurspolitik wird nach Absprache mit der Bank von der Regierung formuliert; die Bank ist für die Ausführung verantwortlich.

## **4.4 Demokratische Verantwortlichkeit und Transparenz**

Kandidaten für die Notenbankpräsidentschaft werden durch einen sachkundigen parlamentarischen Ausschuß beurteilt. Die Transparenz der Notenbank wird durch die Veröffentlichung eines Jahresberichtes und verschiedener Finanzausweise gewährleistet.

## **4.5 In Aussicht stehende institutionelle Änderungen**

Die Bank von Griechenland hat der Regierung Vorschläge für eine Gesetzesreform bezüglich ihrer Ziele und Hauptaufgaben, ihrer Unabhängigkeit,

Organisationsstruktur und monetären Funktionen sowie ihrer Arbeitsweise vorgelegt. Die vorgeschlagene Gesetzesänderung zielt darauf ab, in naher Zukunft für die Bank ein höheres Maß an Unabhängigkeit zu erreichen und ihr Statut mit den Anforderungen des Maastricht-Vertrages in Einklang zu bringen.

## **5 BANCO DE ESPAÑA**

### **5.1 Ziele und Aufgaben**

Die Bank ist mit der Durchführung der Geldpolitik und insbesondere mit der Wahrung der Geldwertstabilität betraut.

Hauptaufgaben der Bank sind: die Ausführung der internen und externen Währungspolitik, die Ausgabe von Banknoten und die Regelung des Geldumlaufs, das Halten und die Verwaltung der offiziellen Währungsreserven und die Aufsicht über die Banken und bestimmte Finanzmärkte. Außerdem fungiert die Bank als "fiscal agent" und als Beraterin der Regierung in wirtschaftlichen und finanzpolitischen Belangen.

### **5.2 Organe**

Organe sind der Präsident, der Vizepräsident, der Generalrat und der Exekutivrat.

Der Präsident wird von der Krone auf Vorschlag des Regierungschefs für die Dauer von vier Jahren ernannt; Wiederernennung ist möglich. Der Präsident vertritt die Bank nach außen, sitzt dem Generalrat und dem Exekutivrat vor, wobei seine Stimme bei Stimmgleichheit den Ausschlag gibt, und ist oberster Dienstherr der Bank.

Der Vizepräsident wird auf Vorschlag des Finanz- und Wirtschaftsministers von der Regierung für eine Amtszeit von vier Jahren ernannt; Wiederbestellung ist möglich. Der Vizepräsident vertritt den Präsidenten bei Abwesenheit, Krankheit oder in dem Falle, daß die Präsidentenstelle nicht besetzt ist, und ist ermächtigt, alle ihm vom Präsidenten übertragenen Vollmachten auszuüben.

Dem Generalrat gehören an: der Präsident, der Vizepräsident, sechs von der Regierung ernannte Mitglieder, der Generaldirektor des Haushalts und der Generaldirektor des Schatz- und Finanzministeriums als ex officio-Mitglieder, die Generaldirektoren der Bank (bis zu vier) und ein Vertreter der Bankbelegschaft. Die sechs von der Regierung bestellten Mitglieder des Rats werden für eine erneuerbare Amtszeit von drei Jahren ernannt. Die Generaldirektoren der Bank werden vom Wirtschafts- und Finanzminister auf Vorschlag des Exekutivrats für unbestimmte Zeit ernannt. Der Generalrat trifft die Entscheidungen und verabschiedet die Richtlinien, die notwendig sind, um die korrekte Ausführung der Aufgaben zu gewährleisten, mit denen die Bank be-

traut wurde. Weiterhin handelt er als Regierungsberater, billigt die Berichte und Anordnungen der Bank und legt erstere der Regierung vor.

Der Exekutivrat umfaßt den Präsidenten, den Vizepräsidenten, drei vom Generalrat gewählte Mitglieder (aus dem Kreis der sechs von der Regierung ernannten Mitglieder) und einen Generaldirektor der Bank. Der Exekutivrat ist für die Durchführung der vom Generalrat verabschiedeten geldpolitischen Richtlinien verantwortlich. Er entwirft und schlägt die Notenbankberichte vor, die dem Generalrat zur Genehmigung vorgelegt werden und entscheidet über die Erteilung von Genehmigungen, die nach der Bank- und Finanzgesetzgebung erforderlich sind sowie über die nach diesen Gesetzen vorgesehenen Sanktionen.

Im spanischen Gesetz ist keine Weisungsbefugnis der Regierung an die Organe der Bank vorgesehen. Vielmehr soll die Bank gemäß ihrem Statut "innerhalb der von diesem Gesetz bestimmten Schranken unabhängig von der Regierung handeln". Diese Schranken sind jedoch nicht präzise definiert, sondern beziehen sich eher auf die allgemeine Aufteilung der Verantwortung für die Geldpolitik, wie im folgenden dargestellt wird.

### **5.3 Unabhängigkeit bei der Festlegung und Ausführung der Geld- und Wechselkurspolitik**

Das gegenwärtige Notenbankgesetz des Banco de España besagt, daß "die Bank die Geldpolitik in Übereinstimmung mit den von der Regierung gesetzten Zielen nach innen und außen ausführen und so umsetzen soll, daß diese Endziele möglichst angemessen erreicht werden". Demzufolge liegt die Zielsetzung für die Geldpolitik in den Händen der Regierung, während für deren Ausführung sowohl nach innen als auch nach außen der Banco de España verantwortlich ist. In dieser Eigenschaft hat die Bank freie Hand in der Wahl und Anwendung der Instrumente.

In der Praxis werden die allgemeinen Ziele für die nationale Geldpolitik in Form von jährlichen Zielgrößen für monetäre Aggregate festgelegt, die von der Bank aufgestellt und von der Regierung gebilligt werden.

Die Wechselkurspolitik wird im Rahmen des EWS betrieben. Dabei werden die Leitkurse von der Regierung in enger Abstimmung mit der Bank festgelegt. Im Anschluß daran bestimmt die Bank die Wechselkurspolitik. In diesem Zusammenhang ist festzuhalten, daß die Bank volle Entscheidungsfreiheit hinsichtlich der Devisenmarktoperationen hat.

### **5.4 Demokratische Verantwortlichkeit und Transparenz**

Das Parlament kann den Präsidenten auffordern, über die Geldpolitik oder andere Fragen, welche die Aufgaben und Funktionen der Bank betreffen, zu berichten.

Zusätzlich veröffentlicht die Bank einen Jahresbericht und Monatsberichte, in denen die finanziellen und wirtschaftlichen Entwicklungen untersucht und die Geldpolitik erläutert wird.

Die Bank veröffentlicht ihren Jahresabschluß. Die Verwaltung und die Operationen der Bank unterliegen der Prüfung durch den spanischen Rechnungshof.

### **5.5 In Aussicht stehende institutionelle Änderungen**

Die Regierung hat jüngst einen Gesetzesentwurf zur Unabhängigkeit der Notenbank gebilligt und diesen dem Parlament vorgelegt. Der Gesetzesentwurf setzt alle zentralbankbezogenen Bestimmungen des Vertrages über die Europäische Union um und wird ab 1. Januar 1994 in Kraft treten. Die Aufgaben und Funktionen der Bank werden so geändert, daß sie die Festlegung und Durchführung der Geldpolitik umfassen. Das Hauptziel der Geldpolitik ist die Preisstabilität; eine "monetäre Finanzierung" der öffentlichen Hand ist verboten. Die Amtszeit sowohl des Präsidenten als auch des Vizepräsidenten wird auf sechs Jahre festgelegt; Wiederbestellung ist ausgeschlossen.

## **6 BANQUE DE FRANCE**

### **6.1 Ziele und Aufgaben**

Ziel der Bank ist die Beaufsichtigung des Geld- und Kreditwesens; in diesem Zusammenhang wacht sie darüber, daß das Bankensystem reibungslos funktioniert.

Die Hauptaufgaben der Banque de France sind: Banknotenemission, Teilnahme an der Vorbereitung und Durchführung der Geldpolitik, Durchführung der Wechselkurspolitik und die Verwaltung der offiziellen Währungsreserven, das Unterhalten von Konten für das Finanzministerium, die Teilnahme an der Steuerung des Zahlungssystems, die Beteiligung an der Steuerung des Finanzsystems und der Banken sowie die Überwachung der Kreditinstitute im Auftrag der Bankenkommission.

### **6.2 Organe**

Die Organe der Bank sind: der Präsident, zwei Vizepräsidenten und der Generalrat.

Der Präsident und die Vizepräsidenten werden ohne eine feste Amtsperiode von der Regierung ernannt. Der Präsident führt und verwaltet die Bank und hat alle Befugnisse inne, welche nicht direkt vom Generalrat wahrgenommen werden. Er hat den Vorsitz im Generalrat.

Dem Generalrat gehören der Präsident, die Vizepräsidenten und die Ratsmitglieder an. Neun der Ratsmitglieder werden auf Vorschlag des Wirtschafts- und Finanzministers von der Regierung ernannt; ein Ratsmitglied wird von der Personalver-

tretung der Bank gewählt. Alle Ratsmitglieder werden auf sechs Jahre ernannt. Der Rat befaßt sich mit operationellen, verwaltungsmäßigen und finanziellen Fragen.

Ein Prüfer, der vom Wirtschafts- und Finanzminister ernannt wird, nimmt an den Sitzungen des Generalrats teil und kann Einwände gegen Entscheidungen des Rats geltend machen. Wenn er Einspruch einlegt, ersucht der Präsident den Generalrat, die Angelegenheit erneut zu prüfen.

### **6.3 Unabhängigkeit bei der Festlegung und Ausführung der Geld- und Wechselkurspolitik**

Die Bank wirkt bei der Formulierung der von der Regierung zu beschließenden Geldpolitik mit. Die Ausführung der Geldpolitik ist Gegenstand einer gemeinsamen Entscheidung des Wirtschafts- und Finanzministers und des Präsidenten. Dies betrifft sowohl die Wahl der Instrumente als auch die sie betreffenden Änderungen.

Staatsdefizite werden nicht durch die Zentralbank finanziert. Seit der 1973 getroffenen Vereinbarung über einen Wechselkursstabilisierungs-Fonds beschränkt sich die Hilfestellung der Notenbank darauf, die Auswirkungen der Fondsaktivitäten auf die Liquiditätsposition des Finanzministeriums zu neutralisieren. Es gibt deshalb keine monetäre Finanzierung öffentlicher Einrichtungen auf diesem Wege. Überdies übernimmt die Bank keine Wertpapiere - weder staatliche noch private Titel - im Primärmarkt.

Devisenmarktoperationen werden von der Bank in enger Zusammenarbeit mit dem Wirtschafts- und Finanzminister durchgeführt, der der Bank diesbezüglich allgemeine Weisungen erteilen kann.

### **6.4 Demokratische Verantwortlichkeit und Transparenz**

Der Präsident legt vor dem Staatspräsidenten einen Eid darüber ab, daß er die Bank nach bestem Wissen und Gewissen unter Beachtung der bestehenden Gesetze und Regeln leiten wird. So oft er es für erforderlich hält, mindestens aber einmal im Jahr, legt er dem Staatspräsidenten im Namen des Generalrats einen Tätigkeitsbericht der Bank vor. Berichte über die monetären und wirtschaftlichen Entwicklungen sowie die Aktivitäten der Bank werden regelmäßig veröffentlicht.

### **6.5 In Aussicht stehende institutionelle Änderungen**

Um die Bestimmungen des Maastricht-Vertrages zu erfüllen, muß das Notenbankgesetz geändert werden. Die Regierung hat jüngst in einer Reihe von Erklärungen ihre Absicht bekräftigt, eine solche Gesetzesreform durchzuführen; sie hat aber bis jetzt offiziell noch keinen Änderungsentwurf vorgelegt. Eine parlamentarische Gruppe kündigte vor kurzem die Einbringung eines Gesetzes mit dem Ziel an, die Bank unabhängig zu machen.

## **7 CENTRAL BANK OF IRELAND**

### **7.1 Ziele und Aufgaben**

Gesetzliches Ziel ist die Sicherung der Währung.

Die Hauptaufgaben beinhalten: Emission von Banknoten, Formulierung und Ausführung der Geldpolitik, Verwaltung der offiziellen Währungsreserven, Aufsicht über die Finanzmärkte, Tätigkeit als "fiscal agent" der Regierung und die Beurkundung staatlicher Schuldtitel. Die Regelungskompetenz für den Bank- und Finanzsektor gehört ebenfalls zum Aufgabenbereich der Bank.

### **7.2 Organe**

Die Bankleitung obliegt dem Direktorium, welches aus dem Präsidenten und bis zu neun Direktoren besteht. Der Präsident wird auf Vorschlag der Regierung vom Staatspräsidenten auf sieben Jahre ernannt. Wiederbestellung ist möglich. Die anderen Direktoriumsmitglieder werden vom Finanzminister auf fünf Jahre ernannt.

### **7.3 Unabhängigkeit bei der Festlegung und Ausführung der Geld- und Wechselkurspolitik**

Die Bank ist für die Formulierung und Durchführung der Geldpolitik verantwortlich. Geldpolitische Entscheidungen werden im Einklang mit der von der Regierung beschlossenen Wechselkurspolitik, allerdings ohne laufende Konsultation des Finanzministeriums, getroffen. Die Regierung hat über den Staatssekretär des Finanzministeriums, der in dieser Funktion Mitglied des Direktoriums der Zentralbank ist, Einfluu auf die Geldpolitik. Der Minister kann den Präsidenten (und/oder das Direktorium) auffordern, sich mit ihm bezüglich der Ausführung und Erfüllung der allgemeinen Aufgaben und Pflichten der Bank zu beraten. Von dieser Möglichkeit wurde jedoch bisher noch nie Gebrauch gemacht.

In der Wahl und in der Anwendung der Instrumente ist die Bank völlig frei. Die Bank ist in keiner Weise zu einer Finanzierung der Regierung oder der öffentlichen Hand verpflichtet, und in der Praxis wurde von solchen Finanzierungen nur außerordentlich begrenzter Gebrauch gemacht.

Während die Festsetzung der Wechselkurspolitik letztlich Regierungsangelegenheit ist, ist der Finanzminister gesetzlich verpflichtet, sich mit der Bank über Angelegenheiten der Wechselkurspolitik zu beraten.

#### **7.4 Demokratische Verantwortlichkeit und Transparenz**

Die Bank muß einen Jahresbericht verfassen und dem Finanzminister übermitteln, der den Bericht den beiden Häusern des Parlaments vorlegt. In ähnlicher Weise wird ein Bericht über den Jahresabschluß der Bank dem Rechnungsprüfer und dem Präsidenten des Rechnungshofs zur Verfügung gestellt. Dieser überstellt diesen Bericht nach Prüfung mit seiner Bestätigung dem Finanzminister, der ihn den Mitgliedern des Parlaments zuleitet.

#### **7.5 In Aussicht stehende institutionelle Änderungen**

Es ist beabsichtigt, dem Parlament vor Ende dieses Jahres einen Gesetzesentwurf zur Anpassung des Zentralbankgesetzes an den Vertrag über die Europäische Union zuzuleiten. Die vorgesehenen Änderungen betreffen das gegenwärtige Recht des Finanzministers, den Präsidenten zu Konsultationen zu bitten, die Klärung der Rolle der Bank im Zahlungsverkehr und die Ermächtigung zur Übermittlung von Daten an die EZB. Zur Erfüllung der Anforderungen des Maastricht-Vertrages werden weitere Gesetzesänderungen angestrebt, die die Erhebung von statistischen Daten und die Anforderung spezieller Einlagen und von Mindestreservesätzen im Namen der EZB ermöglichen sollen.

### **8 BANCA D'ITALIA**

#### **8.1 Ziele und Aufgaben**

Obwohl im Gesetz kein ausdrückliches Ziel genannt ist, besagt die italienische Verfassung, daß der Staat Spareinlagen zu schützen hat. Dies impliziert, daß die Bank das Ziel der Geldwertstabilität verfolgen muß.

Die Hauptaufgaben der Bank bestehen in der Banknotenausgabe, der Durchführung der Geldpolitik, der Aufsicht über Banken und andere Finanzinstitutionen, der Wahrnehmung der "fiscal agent"-Funktion für den Staat und - zusammen mit der italienischen Devisenbehörde - der Verwaltung der offiziellen Währungsreserven.

#### **8.2 Organe**

Organe der Banca d'Italia sind: der Präsident, der Generaldirektor und zwei stellvertretende Generaldirektoren, die zusammen das Direktorium bilden, und der Ausschuß der Direktoren.

Das Direktorium ist kein kollegiales Organ, da der Präsident eine hervorgehobene Stellung hat. Die Mitglieder werden mit Zustimmung der Regierung vom Ausschuß der Direktoren auf Lebenszeit ernannt; eine Entlassung folgt dem gleichen Verfahren. Das Direktorium ist für die Durchführung der Aufgaben der Bank verantwortlich; es ist in geldpolitischen Fragen keinen Weisungen der politischen Instanzen unterworfen.

Der Ausschuß der Direktoren setzt sich aus dem Präsidenten, der den Vorsitz innehat, und 13 weiteren Mitgliedern zusammen, die von der Hauptversammlung der Bank für die Dauer von drei Jahren ernannt werden. Keines der Mitglieder darf ein politisches Amt bekleiden. Der Rat ist für die Verwaltung der Bank zuständig, ist aber nicht ermächtigt, sich mit der Geld- und Wechselkurspolitik sowie mit Angelegenheiten der Bankenaufsicht zu befassen.

### **8.3 Unabhängigkeit bei der Festlegung und Ausführung der Geld- und Wechselkurspolitik**

Die jährlichen monetären Zielvorgaben werden vom Präsidenten festgelegt und förmlich von der Regierung bestätigt. In der Vergangenheit wurden die vom Präsidenten vorgeschlagenen Zielvorgaben noch nie zurückgewiesen.

Die Bank ist beim Einsatz ihres geldpolitischen Instrumentariums völlig frei. Ein wichtiger Schritt in diese Richtung erfolgte im Februar 1992, als der Zentralbank das Recht eingeräumt wurde, den Diskontsatz selbständig festzulegen.

Die Hauptkreditfazilität zugunsten des Schatzamtes besteht in einer unbefristeten Überziehungslinie, die sich auf 14 % der im Haushaltsgesetz geplanten Gesamtausgaben beläuft. Jenseits dieses Limits kann das Schatzamt im Falle eines Konflikts mit geldpolitischen Zielen nur Mittel im Rahmen einer "außergewöhnlichen Überziehung" erhalten, die vom Parlament durch ein besonderes Gesetz genehmigt werden muß (dies ist bisher nur einmal im Januar 1983 vorgekommen).

Die Bank handelt im Rahmen des von der Regierung festgelegten Wechselkurssystems, genießt aber bei der Durchführung der Devisenmarktoperationen volle Dispositionsfreiheit.

### **8.4 Demokratische Verantwortlichkeit und Transparenz**

Das Schatzamt hat die Aufsicht über die Banknotenausgabe, die Verwaltung und die Rechnungslegung der Banca d'Italia. Ein Vertreter des Schatzamtes nimmt an Sitzungen des Ausschusses der Direktoren teil. Entscheidungen des Ausschusses treten in Kraft, wenn das Schatzamt diesen nicht binnen fünf Tagen widerspricht. Der Präsident kann zur Stellungnahme und Berichterstattung über die Geldpolitik der Bank

vor parlamentarische Ausschüsse geladen werden. Es werden ein Jahresbericht sowie sonstige Dokumente veröffentlicht.

### **8.5 In Aussicht stehende institutionelle Änderungen**

Im Jahr 1993 legte die Regierung dem Parlament einen Gesetzentwurf zur Reform der Überziehungsfazität vor. Darin ist vorgesehen: die Abschaffung jedweder Finanzierung des Schatzamtes, die Umwandlung der bestehenden Verbindlichkeiten in öffentliche Wertpapiere mit festgelegter Fälligkeit und die Einrichtung eines verzinslichen Kontos bei der Bank, das stets ein Guthaben aufweisen muß. Der gleiche Entwurf räumt der Banca d'Italia das Recht ein, die Mindestreservesätze zu verändern. Zusätzlich ist eine erste Reform des Reservesystems beschlossen worden, wodurch die Mindestreservesätze reduziert werden. Um die Kriterien des Maastricht-Vertrages zu erfüllen, werden schließlich noch andere erforderliche Veränderungen von Banca d'Italia und Schatzamt gemeinsam untersucht.

## **9 INSTITUT MONÉTAIRE LUXEMBOURGEOIS**

### **9.1 Ziele und Aufgaben**

Luxemburg ist mit Belgien durch eine Wirtschaftsunion verbunden, die auf das Jahr 1922 zurückgeht und zu der auch eine Währungs-Assoziation gehört. Das im Jahre 1983 errichtete Institut Monétaire Luxembourgeois (IML) weist derzeit nicht alle Merkmale einer "voll entwickelten" Zentralbank auf, da die Banque Nationale de Belgique zur Zeit eine Reihe von Aufgaben für beide Mitgliedstaaten der Assoziation wahrnimmt.

Die Aufgaben des IML sind: die Emission von Banknoten und Münzen, die Förderung der Stabilität der Währung, die Aufsicht über das reibungslose Funktionieren der Finanzmärkte, die Wahrnehmung von Rechten und Pflichten aus internationalen Vereinbarungen im monetären und finanziellen Sektor und die Wahrnehmung der Aufsicht über den Finanzsektor.

### **9.2 Organe**

Die Organe des IML sind das Direktorium und der Rat.

Das Direktorium ist ein Kollegialorgan; es besteht aus dem Generaldirektor und zwei Direktoren, die auf Vorschlag des Ministerrats vom Großherzog ernannt werden. Die Amtszeit beträgt sechs Jahre; Wiederbestellung ist möglich. Das Direktorium ist das ausführende Organ des IML und verantwortlich für die Verwirklichung der Ziele des IML. Im Falle fundamentaler Meinungsunterschiede zwischen der Regierung und

dem IML-Direktorium über die vom IML zur Durchführung seiner Aufgaben betriebenen Politik kann die Regierung mit Zustimmung des Rates des IML dem Großherzog die Entlassung des gesamten - und nur des gesamten - Direktoriums vorschlagen. Mit Ausnahme dieser Vorschrift unterliegen die Mitglieder des Direktoriums keinen Weisungen der politischen Instanzen.

Der Rat setzt sich aus sieben Mitgliedern zusammen, die vom Ministerrat auf vier Jahre ernannt werden; Wiederbestellung ist möglich. Der Rat verabschiedet Richtlinien und gibt Stellungnahmen zu einzelnen Aktivitäten des IML ab. Er billigt den Jahresabschluß und das jährliche Budget des IML, hat jedoch keinerlei Kompetenz im Bereich der Bankenaufsicht. Die Mitglieder des Rats sind keinen Weisungen der politischen Behörden unterworfen.

### **9.3 Unabhängigkeit bei der Festlegung und Ausführung der Geld- und Wechselkurspolitik**

Das "letzte Wort" in geld- und wechselkurspolitischen Fragen hat die Regierung. Dem IML selbst steht nur eine begrenzte Zahl geldpolitischer Instrumente zur Verfügung. Obwohl das IML ermächtigt ist, die Franc-Verbindlichkeiten der Banken zu regulieren, hat es von dieser Möglichkeit bisher nie Gebrauch gemacht.

### **9.4 Demokratische Verantwortlichkeit und Transparenz**

Das IML-Direktorium unterliegt einer gesetzlichen Verpflichtung, der Regierung einen Jahresbericht, Rechnungsabschlüsse und einen Haushaltsplan zur Billigung vorzulegen. Die Dokumente werden an das Parlament weitergeleitet. Der von der Regierung ernannte Rechnungsprüfer des IML erstellt parallel hierzu einen Jahresbericht, der an den Rat des IML, die Regierung und das Parlament weitergeleitet wird. Zusätzlich kommt der Generaldirektor des IML regelmäßig zu halbjährlichen Besprechungen mit dem Parlamentsausschuß für Budget- und Finanzfragen zusammen.

### **9.5 In Aussicht stehende institutionelle Änderungen**

Der Eintritt in die Endstufe der WWU wird die Währungs-Assoziation mit Belgien entscheidend beeinflussen. In diesem Zusammenhang wird das IML alle Zentralbankfunktionen für Luxemburg übernehmen. Das IML bereitet derzeit einen entsprechenden Gesetzesentwurf vor.

## **10 DE NEDERLANDSCHE BANK**

### **10.1 Ziele und Aufgaben**

Das gesetzliche Ziel der Bank ist die Wahrung des Geldwertes. Dementsprechend ist die Preisstabilität ein eindeutiges Ziel der Politik.

Die Hauptaufgaben der Bank beinhalten: die Emission von Banknoten, die Unterstützung von Zahlungsverkehrssystemen im In- und mit dem Ausland, die Verwaltung der offiziellen Währungsreserven und die Aufsicht über die Banken und sonstigen Finanzinstitutionen.

### **10.2 Organe**

Der Verwaltungsrat und der Aufsichtsrat sind die Leitungsorgane der Bank; der Bankrat hat beratende Funktion.

Der Verwaltungsrat besteht aus dem Präsidenten, dem Sekretär und mindestens drei (wie gegenwärtig) bis höchstens fünf Exekutivdirektoren. Sie werden auf einer gemeinsamen Sitzung des Verwaltungs- und des Aufsichtsrates nominiert und von der Krone auf Vorschlag des Kabinetts für sieben Jahre ernannt. Wiederernennung ist möglich. Alle politischen Entscheidungen der Bank werden vom Verwaltungsrat getroffen, bei dem auch die Verantwortung für die Leitung der Bank liegt. Außer in Fällen eines ernststen politischen Konfliktes zwischen Bank und Regierung ist der Verwaltungsrat in bezug auf die Gestaltung der Geldpolitik keinen Weisungen der Regierung unterworfen.

Der Aufsichtsrat besteht aus zwölf Mitgliedern, die vom Finanzminister auf vier Jahre bestellt werden; Wiederbestellung ist möglich. Der Aufsichtsrat beaufsichtigt die Bankgeschäfte und verabschiedet die Jahresbilanz und die Gewinn- und Verlustrechnung. Ein Beauftragter der Krone beaufsichtigt die Aktivitäten der Bank für die Regierung.

Der Bankrat besteht aus 16 Mitgliedern und dem Beauftragten der Krone. Die Funktion des Rates besteht darin, die Bank und den Finanzminister in Angelegenheiten der Zentralbankpolitik zu beraten. Vier Mitglieder werden vom Aufsichtsrat aus dessen Mitte ernannt. Die restlichen zwölf Mitglieder werden von der Krone ernannt, wobei diese Gruppe Finanzexperten sowie Vertreter der Industrie und der Arbeitnehmerschaft umfaßt.

### **10.3 Unabhängigkeit bei der Festlegung und Ausführung der Geld- und Wechselkurspolitik**

Die Bank genießt völlige Freiheit hinsichtlich der Formulierung und Umsetzung der internen Geldpolitik. Da jedoch der Finanzminister dem Parlament gegenüber

für die Durchführung der Geldpolitik verantwortlich ist, sind regelmäßige Konsultationen zwischen Bank und Minister erforderlich.

Im Falle eines ernsthaften Konflikts hat der Finanzminister das Recht, dem Verwaltungsrat die Anweisungen zu geben, die seines Erachtens für eine reibungslose Koordinierung der Politik der Bank mit der Währungs- und Fiskalpolitik der Regierung notwendig sind. Der Verwaltungsrat kann diesen Anweisungen jedoch widersprechen und die Krone anrufen. Die Entscheidung der Krone kann nur in einer Plenarsitzung des Ministerrats getroffen werden. Falls entschieden wird, daß der Verwaltungsrat den Weisungen zu folgen hat, wird die Entscheidung mit einer Begründung der Krone und den von der Bank vorgebrachten Einwänden im Amtsblatt veröffentlicht. Ein solcher Streitfall würde mit hoher Wahrscheinlichkeit eine größere politische Krise auslösen. Bis jetzt hat der Finanzminister allerdings von diesem ihm gesetzlich zustehenden Weisungsrecht nie Gebrauch gemacht. Vom Gesetzgeber war dies als allerletztes Mittel gedacht und ist dies auch im Verständnis der politisch Verantwortlichen geblieben. Daher hat die Bank in der Praxis ein hohes Maß an Unabhängigkeit und völlige Freiheit beim Einsatz geldpolitischer Steuerungsmittel wie beispielsweise der Mindestreserve - vorausgesetzt sie konsultiert vorher das Bankensystem.

Die Bank ist verpflichtet, dem Finanzministerium auf Antrag einen zinslosen, besicherten Kredit zu gewähren, jedoch nur bis zu einem Höchstbetrag von hfl 150 Mio. Es besteht eine weitere limitierte und besicherte Kreditlinie, deren Höhe jährlich neu vereinbart wird, und die der Finanzminister in Anspruch nehmen kann, um kurzfristigen Zahlungsmittelbedarf zu überbrücken.

Die Teilnahme an Wechselkurssystemen und die Änderung von Leitkursen werden nach Konsultation mit der Bank von der Regierung beschlossen. Innerhalb der Rahmenbedingungen des EWS-Abkommens hat die Bank bezüglich ihrer Strategie in der Wechselkurspolitik und dem Einsatz von geldpolitischen Instrumenten (Zinsen, Interventionen, Bandbreite) völlige Handlungsfreiheit.

#### **10.4 Demokratische Verantwortlichkeit und Transparenz**

Der Finanzminister ist dem Parlament für die Ausführung der Geldpolitik verantwortlich. Wie vom Notenbankgesetz vorgeschrieben, veröffentlicht der Verwaltungsrat wöchentlich einen zusammengefaßten Ausweis der Bank. Zusätzlich veröffentlicht die Bank einen Jahresbericht (einschließlich des Jahresabschlusses) über ihre Aktivitäten.

#### **10.5 In Aussicht stehende institutionelle Änderungen**

Es ist vorgesehen, dem Notenbankgesetz eine Klausel hinzuzufügen, wonach mit dem Eintritt in die zweite Stufe alle Aktivitäten der Bank mit Artikel 104 des Ver-

trags, der die "monetäre Finanzierung" verbietet, im Einklang stehen müssen. Die dazu notwendigen Änderungen der Gesetze werden dem Parlament voraussichtlich noch vor Sommer 1993 vorgelegt. In Übereinstimmung mit dem Vertrag wird das jetzt gesetzlich verankerte Recht des Finanzministers, der Bank Weisungen zu erteilen, noch vor der Errichtung des ESZB abgeschafft. Weiterhin werden die Ernennungsverfahren, die Zusammensetzung und die Struktur der Zentralbankorgane überdacht werden. Zusätzlich hält es die Regierung für empfehlenswert, dem Parlament die Gelegenheit zu geben, den Präsidenten der Nederlandschen Bank zu den Aktivitäten des ESZB zu hören, ähnlich den Bestimmungen des Vertrages.

## **11 BANCO DE PORTUGAL**

### **11.1 Ziele und Aufgaben**

Die Ziele der Bank sind die Wahrung der inneren Währungsstabilität und die Aufrechterhaltung des Außenwerts der Währung.

Die Hauptaufgaben sind: Die Geld- und Wechselkurspolitik gemeinsam mit der Regierung festzulegen und sie auszuführen, die offiziellen Währungsreserven zu halten und zu verwalten, in den internationalen monetären Beziehungen als Mittelsmann des Staats zu handeln und die Stabilität des nationalen Finanzsystems zu überwachen. Im Hinblick auf die letztgenannte Aufgabe hat die Bank die Verantwortung für die Bankenaufsicht.

### **11.2 Organe**

Die Organe des Banco de Portugal sind der Präsident und das Direktorium. Der Präsident und die Direktoriumsmitglieder werden auf Vorschlag des Finanzministers vom Ministerrat auf fünf Jahre ernannt; Wiederbestellung ist möglich. Zwar finden häufig Beratungen mit dem Finanzminister statt, jedoch unterliegen die Direktoriumsmitglieder keinen Weisungen. Im Gesetz wird jedoch explizit betont, daß die Bank Richtlinien der Regierung im Entscheidungsprozeß berücksichtigen soll. Zusätzlich existiert ein Rat der Revisoren und ein Beratender Ausschuß.

### **11.3 Unabhängigkeit bei der Festlegung und Ausführung der Geld- und Wechselkurspolitik**

Die Festlegung der Geld- und Wechselkurspolitik erfolgt gemeinsam mit der Regierung. Die Bank ist für die Ausführung der Geldpolitik verantwortlich und genießt völlige Freiheit in der Anwendung der geldpolitischen Instrumente. Eine wichtige gesetzliche Einschränkung besteht jedoch darin, daß die politischen Maßnahmen, bevor

sie in Kraft treten, in Form von "Mitteilungen des Banco de Portugal" (Avisos) veröffentlicht werden müssen. Diese Avisos müssen vom Finanzminister unterzeichnet sein.

Innerhalb des Wechselkursmechanismus fällt die Wahl des Leitkurses nach Anhörung der Bank in den Verantwortungsbereich der Regierung. Die Bank ist für die Ausführung der Wechselkurspolitik und die Steuerung des Wechselkurses innerhalb der Bandbreiten verantwortlich.

Es gibt keine Regelungen zur Lösung eines Konfliktfalls zwischen Bank und Regierung. Die wichtigsten Aufgabenbereiche, bei denen es vorstellbar ist, daß sie in Konflikt zur Geldpolitik geraten, sind die Bankenaufsicht und die "lender of last resort"-Funktionen. Weiterhin schließt die Notenbankgesetzgebung eine Zeichnung von Schatzwechseln nicht aus. Über die Bedingungen müßten sich allerdings das Finanzministerium und die Bank verständigen.

#### **11.4 Demokratische Verantwortlichkeit und Transparenz**

Der Rat der Revisoren und der Beratende Ausschuß nehmen wichtige Funktionen zur Gewährleistung der Transparenz wahr. Weiterhin sind der Jahresbericht und der Jahresabschluß vom Finanzminister nach einer Beratung mit dem Rat der Revisoren zu genehmigen. Der Präsident wird eingeladen, vor den zuständigen Ausschüssen des Parlaments zu erscheinen.

#### **11.5 In Aussicht stehende institutionelle Änderungen**

Die einzige unmittelbar anstehende Änderung ist ein Verbot der Zeichnung von Schatzwechseln. Gemäß dem Zeitplan des Vertrages und entsprechend der kürzlichen Änderung der portugiesischen Verfassung wird die Unabhängigkeit der Bank weiter gestärkt.

## **12 BANK OF ENGLAND**

### **12.1 Ziele und Aufgaben**

Obwohl es im geldpolitischen Bereich keine ausdrücklichen gesetzlichen Ziele gibt, schreibt der "Banking Act" von 1987 der Bank of England in ihrer Eigenschaft als Bankenaufsichtsbehörde vor, die Interessen der Anleger zu schützen. In der Praxis sind die Hauptziele: die Wahrung der Integrität und des Wertes der Währung, die Sicherung der Integrität des Finanzsystems einschließlich der Zahlungs- und Verrechnungssysteme und die Förderung der Effektivität und der Leistungsfähigkeit des Finanzsektors.

Bei der Bekanntgabe des neuen Präsidenten, Mr. E. A. J. George, am 22. Januar 1993 sagte der Schatzkanzler, die Hauptverantwortung des neuen Gouverneurs solle "in der Unterstützung der Regierung in ihrer Entschlossenheit liegen, eine dauerhafte Reduzierung der Inflationsrate zu verwirklichen. Dies sei die einzig vernünftige Grundlage für anhaltendes Wachstum und Arbeitsplatzsicherheit".

Die Hauptaufgaben der Bank liegen in der Umsetzung der Geldpolitik, der Banknotenausgabe, der Verwaltung der offiziellen Devisenreserven und der Bankenaufsicht.

## **12.2 Organe**

Leitendes Organ ist das Direktorium. Es umfaßt den Gouverneur, den Vize-Gouverneur und sechzehn Direktoren, von denen bis zu vier leitende Funktionen in der Bank innehaben können. Gouverneure und Direktoren werden auf Empfehlung des Premierministers von der Krone ernannt. Der Gouverneur und der Vize-Gouverneur werden auf fünf Jahre und die Direktoren für vier Jahre ernannt; Wiederbestellung ist möglich. Das Direktorium ist für die Geschäfte der Bank verantwortlich.

Einzelne Mitglieder des Direktoriums sind nicht individuell den Anweisungen politischer Instanzen unterworfen. Das Schatzamt hat jedoch nach Absprache mit dem Gouverneur die gesetzliche Möglichkeit, der Bank "im öffentlichen Interesse" "Anweisungen" zu erteilen. Von diesem Recht wurde jedoch förmlich nie Gebrauch gemacht.

## **12.3 Unabhängigkeit bei der Festsetzung und Ausführung der Geld- und Wechselkurspolitik**

Die Verantwortung der Bank of England liegt in der geldpolitischen Beratung und in der Durchführung der mit der Regierung abgestimmten Politik. Endgültige Entscheidungen in geldpolitischen Belangen liegen bei der Regierung. Bei einem Konflikt zwischen den Ansichten der Bank und der Regierung gibt letztendlich die Meinung der Regierung den Ausschlag. Es steht der Bank frei, ihre Ansichten öffentlich kundzutun.

Das Hauptinstrument der Geldpolitik ist der kurzfristige Zinssatz, den die Bank durch ihre Operationen an den Geldmärkten beeinflusst. Die Bank genießt beachtlichen Freiraum bei der Gestaltung ihrer Geschäfte, obwohl das Zinsziel von der Regierung festgelegt wird.

Die Bank of England agiert als "fiscal agent" der Regierung und stellt zuweilen kurzfristige Finanzmittel in der Form von "Ways and Means Advances" zur Verfügung, obwohl die Regierung ansonsten Konten auf Guthabenbasis bei der Bank unterhält. Weder diese Aktivitäten, noch die Rolle der Bank als Aufsichtsbehörde für

Banken und bestimmte andere Marktteilnehmer stehen in irgendeiner Weise mit ihren geldpolitischen Funktionen in Konflikt.

Devisenmarktaktivitäten werden von der Bank als Agent für die Regierung wahrgenommen, wobei die Regierung Eigentümerin der Währungsreserven ist. Innerhalb der vom Schatzamt festgelegten Richtlinien operiert die Bank als Agent.

#### **12.4 Demokratische Verantwortlichkeit und Transparenz**

Die Bank erstellt einen Jahresbericht mit dem Jahresabschluß und einen weiteren Jahresbericht über ihre Bankenaufsichtstätigkeit für das Parlament. Zusätzlich veröffentlicht die Bank regelmäßig Kommentare über wirtschaftliche und finanzielle Entwicklungen und der Präsident berichtet häufig vor Ausschüssen des Parlaments. Formell verantwortet jedoch der Schatzkanzler oder ein anderer hoher Beamter des Schatzamtes die Tätigkeit der Bank vor dem Parlament.

Kürzlich verkündete der Schatzkanzler neue Maßnahmen, um die Transparenz der geldpolitischen Verfahren zu erhöhen. Diese beinhalten die Ankündigung eines Inflationsziels der Regierung, die Veröffentlichung von Berichten mit geldpolitisch relevanten Daten durch das Schatzamt und die Veröffentlichung vierteljährlicher Berichte der Bank über die Fortschritte bei der Erreichung des von der Regierung vorgegebenen Inflationsziels.

#### **12.5 In Aussicht stehende institutionelle Änderungen**

Außer den oben beschriebenen Bestrebungen zu einer größeren Transparenz der Geldpolitik gibt es keine Pläne für institutionelle Änderungen. Für den Fall, daß Großbritannien in die dritte Stufe der WWU eintreten sollte, wären institutionelle Änderungen erforderlich.

## ABKÜRZUNGEN UND SYMBOLE

### LÄNDER<sup>6</sup>

|    |                |
|----|----------------|
| BE | Belgien        |
| DK | Dänemark       |
| DE | Deutschland    |
| GR | Griechenland   |
| ES | Spanien        |
| FR | Frankreich     |
| IR | Irland         |
| IT | Italien        |
| LU | Luxemburg      |
| NL | Niederlande    |
| PT | Portugal       |
| UK | Großbritannien |
| US | USA            |
| JP | Japan          |

### WÄHRUNGEN

|     |                                  |
|-----|----------------------------------|
| ECU | Europäische Währungseinheit      |
| BEF | Belgischer/Luxemburgischer Franc |
| DKK | Dänische Krone                   |
| DEM | Deutsche Mark                    |
| GRD | Griechische Drachme              |
| ESP | Spanische Peseta                 |
| FRF | Französischer Franc              |
| IEP | Irishes Pfund                    |
| ITL | Italienische Lira                |
| NLG | Holländischer Gulden             |
| PTE | Portugiesischer Escudo           |
| GBP | Pfund Sterling                   |
| USD | US-Dollar                        |
| JPY | Japanischer Yen                  |

---

<sup>6</sup> Gemäß den in der Gemeinschaft angewandten Verfahren werden die Länder im Bericht in der alphabetischen Reihenfolge der Nationalsprachen aufgeführt.

## **ANDERE ABKÜRZUNGEN**

|                   |  |
|-------------------|--|
| <b>BIP</b>        | <b>Bruttoinlandsprodukt</b>  |
| <b>BIZ</b>        | <b>Bank für Internationalen Zahlungsausgleich</b>                        |
| <b>BSP</b>        | <b>Bruttosozialprodukt</b>   |
| <b>CBHs</b>       | <b>Cross-Border Holdings</b>   |
| <b>ECOFIN-Rat</b> | <b>Rat der Europäischen Gemeinschaften (für Wirtschaft und Finanzen)</b> |
| <b>EFTA</b>       | <b>Europäische Freihandelsassoziation</b>                                |
| <b>EFWZ</b>       | <b>Europäischer Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit</b>          |
| <b>ESZB</b>       | <b>Europäisches System der Zentralbanken</b>                             |
| <b>EWG</b>        | <b>Europäische Wirtschaftsgemeinschaft</b>                               |
| <b>EWI</b>        | <b>Europäisches Währungsinstitut</b>                                     |
| <b>EWR</b>        | <b>Europäischer Währungsraum</b>   |
| <b>EWS</b>        | <b>Europäisches Währungssystem</b>                                       |
| <b>EZB</b>        | <b>Europäische Zentralbank</b>   |
| <b>IML</b>        | <b>Institut Monétaire Luxembourgeois</b>                                 |
| <b>OECD</b>       | <b>Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung</b>   |
| <b>WWU</b>        | <b>Europäische Wirtschafts- und Währungsunion</b>                        |