

Vertraulich
Endgültig
Übersetzung
17. Januar 1994

**PROTOKOLL
DER 281. SITZUNG DES AUSSCHUSSES
DER PRÄSIDENTEN
DER ZENTRALBANKEN DER MITGLIEDSTAATEN
DER EUROPÄISCHEN GEMEINSCHAFT**

BASEL, DIENSTAG, 14. DEZEMBER 1993

INHALTSVERZEICHNIS

	Seite
I. Billigung des Protokolls der 280. Sitzung	1
II. Fragen im Zusammenhang mit der Errichtung des EWI	1
III. Verabschiedung des Ausschussberichts an die EG-Finanzminister über die Entwicklung auf den Devisenmärkten der neunzehn an der Konzertation beteiligten Länder im November und in den ersten Dezembertagen 1993	4
IV. Erneuerung der Swapvereinbarungen mit der Norges Bank	4
V. Überwachung der wirtschafts- und währungspolitischen Entwicklung in der Gemeinschaft	4
1. Referat von Herrn Papademos, Vorsitzender des Unterausschusses "Geldpolitik"	4
2. Referat von Herrn Saccomanni, Vorsitzender des Unterausschusses "Devisen- politik"	6
3. Referat von Herrn Rey, Vorsitzender des Ausschusses der Stellvertreter	8
4. Diskussion des Ausschusses	9
VI. Vorbereitungsarbeiten für den Übergang zu den Stufen II und III der WWU	15
1. Fragen der Statistik	15
2. Festlegung und Durchführung der einheitlichen Geldpolitik in der Stufe III	15
3. Zahlungsverkehrsregelungen für die Stufe III der WWU.....	16
4. Stand der Vorbereitungsarbeiten	17
VII. Aktuelle Fragen im Zusammenhang mit Zahlungsverkehrssystemen und Zahlungsmitteln	17
VIII. Währungspolitische Fragen bei den Erweiterungsverhandlungen	17
IX. Andere Fragen innerhalb der Zuständigkeit des Ausschusses	19
1. Weitergabe des Abschlussberichts der Arbeitsgruppe für Informationssysteme an nicht der EG angehörende Mitglieder der G10-Gruppe der Computerexperten	19
2. Ernennung von Fachmitgliedern des Sekretariats	19
X. Ausklang	19

Teilnehmerliste

Der *Vorsitzende* eröffnet die Sitzung und heisst Herrn Boutos willkommen; er beglückwünscht Herrn Crockett zu seiner Ernennung als Generaldirektor der BIZ und Herrn Papademos zu seiner Ernennung als stellvertretender Gouverneur der Bank von Griechenland. Ferner dankt der Vorsitzende Herrn Boot, einem der niederländischen Stellvertreter, der in den Ruhestand tritt, für seinen Beitrag zur Arbeit des Ausschusses.

I. Billigung des Protokolls der 280. Sitzung

Der *Ausschuss* billigt das Protokoll der 280. Sitzung.

II. Fragen im Zusammenhang mit der Errichtung des EWI

Herr Lamfalussy berichtet über die seit der Novembersitzung getroffenen Vorbereitungen für die Errichtung des EWI (der Text seines Referats war vor der Sitzung an die Zentralbankpräsidenten verteilt worden) und ersucht die Zentralbankpräsidenten, zu vier Fragen Beschlüsse zu fassen.

Erstens schlägt er vor, das EWI solle vier *Abteilungen* haben: eine *Abteilung Währung, Wirtschaft und Statistik*, die die wirtschafts- und währungspolitischen Entwicklungen sowie die Entwicklungen auf den Finanz- und Devisenmärkten analysiert, in den verschiedenen Teilbereichen der Vorarbeiten analytische Unterstützung liefert und den Jahresbericht des EWI verfasst; ein *Generalsekretariat*, das die Sitzungen des EWI-Rates vorbereitet und diesem sowie den Ausschüssen und Arbeitsgruppen Unterstützung liefert, die beratenden Aufgaben des EWI ausführt und den Jahresbericht über den Stand der Vorbereitungsarbeiten für Stufe III erstellt; eine *Verwaltungsabteilung* und eine *Abteilung Informations- und Kommunikationssysteme*. Ferner müssten ein Pressedienst und eine Innenrevision eingerichtet werden. Alles in allem könnte das EWI mit einem Personalbestand von etwa 125-150 Mitarbeitern (ohne Übersetzer und Dolmetscher) funktionsfähig sein. Eine eigene *Finanzabteilung* werde wahrscheinlich benötigt werden, sobald die nationalen Zentralbanken damit beginnen, dem EWI die Verwaltung von Devisenreserven anzuvertrauen; bis dahin können die Finanzfunktionen des EWI entweder vom Generalsekretariat oder von der Verwaltungsabteilung ausgeübt werden.

Zweitens seien fünf *Schlüsselpositionen* zu besetzen: die des Generaldirektors, der dem EWI-Präsidenten untersteht, und der vier Abteilungsleiter, die dem Generaldirektor unterstehen. Zusammen mit dem Präsidenten würden diese Führungsmitglieder ein detailliertes Organigramm erstellen. Herr Lamfalussy fordert die Zentralbankpräsidenten auf, ihm bis Weihnachten ihre Kandidatenvorschläge für die fünf Positionen zukommen zu lassen; er werde dann im Januar dem Rat des EWI Vorschläge unterbreiten. Er regt an, dass er die Ernennungen auf den Stufen unterhalb der Abteilungsleiter auf eigene Verantwortung vornimmt.

Drittens sei ein breiter Konsens über die *Gehaltsstruktur* erforderlich, um die fünf Führungsmitglieder einzustellen. Die Frage werde dadurch kompliziert, dass die Lebenserwartung des EWI ungewiss sei und dass es sich um eine relativ kleine Organisation handeln werde, so dass die Karriereaussichten begrenzt seien. Die Inhaber dieser fünf Schlüsselpositionen müssten zwar nicht unbedingt, dürften in der Praxis grösstenteils aber wohl von nationalen Zentralbanken zum EWI abgeordnet werden. Er schlägt einige Änderungen an den Vorschlägen der Personalchefs vor. Insbesondere sollte den Abteilungsleitern ein Gehalt angeboten werden, das in der Grössenordnung der Besoldungsgruppe A2 bei der Kommission liegt, so dass sie einem Direktor in der Kommission gleichgestellt wären. Die Zulagen wären jenen der Kommission vergleichbar, und ein Ausgleich für die Differenz der Lebenshaltungskosten zwischen Brüssel und Frankfurt würde gewährt, wenn diese Differenz erheblich ist. Das Gehalt des Generaldirektors sollte in der Mitte zwischen der Besoldungsgruppe A2 und dem Gehalt des Präsidenten liegen.

Viertens schlägt Herr Lamfalussy vor, die bestehende Struktur der *Unterausschüsse und Arbeitsgruppen* mit deren derzeitigen Mandaten vorläufig beizubehalten. Diesbezüglich möchte er Herrn Rey bitten, seine Arbeit als Vorsitzender des Ausschusses der Stellvertreter noch bis zum Sommer fortzusetzen; dann könne man entscheiden, wie die Struktur zu ändern wäre, wenn das EWI nach Frankfurt zieht. Da das EWI nicht bloss ein Sekretariat sein werde, ersucht er die Zentralbankpräsidenten, darüber nachzudenken, welche künftigen Änderungen noch vorzunehmen wären.

Eine weitere Frage, mit der man sich noch befassen müsse, sei die *Beziehung zwischen dem EWI und anderen EG-Institutionen*. Während er selbst an den ECOFIN-Sitzungen teilnehmen werde, wie dies schon der Vorsitzende des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten getan habe, sehe die Satzung des EWI vor, dass nebst einem Mitglied der Kommission auch der Präsident des Rates an den Sitzungen des Rates des EWI teilnehmen könne; dies sei im Rahmen des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten nicht der Fall gewesen, und die praktischen Vorkehrungen müssen daher überprüft werden.

Was die *erste Sitzung des Rates des EWI* anbelange, so werde die Reise der Teilnehmer von Basel nach Frankfurt am 11. Januar organisiert. Er habe zusammen mit dem Vorsitzenden, Herrn Duisenberg, und Herrn Baer am 6. Dezember zwei Gebäude besichtigt, und er habe Herrn Andreoli, der für die Gebäudeunterhaltung bei der BIZ zuständig ist, gebeten, einen Bericht über die jeweiligen technischen Eigenschaften der beiden Gebäude zu verfassen. Ferner seien auch die finanziellen Folgen der Anpassung der Gebäude an die Bedürfnisse des EWI zu analysieren. Eine unerwartete Schwierigkeit sei hinsichtlich des Ortes und der Eignung möglicher Sitzungsräume aufgetaucht. Das EWI werde "sitzungsintensiv" sein, und es würden etwa drei Sitzungsräume benötigt. Diese müssten alle flexibel sein und die Dolmetscheinrichtungen aufnehmen können. Die beiden Gebäude sowie die jeweilige technische und finanzielle Evaluation könnten von den Zentralbankpräsidenten bei der Sitzung des Rates des EWI im Januar geprüft werden.

Was den *Jahresbericht* für 1993 betrifft, so spricht sich Herr Lamfalussy gegen die Veröffentlichung eines Berichts durch das EWI im April 1994 aus, da dieser Bericht praktisch nur von

den Entwicklungen sprechen könnte, die vor der Errichtung des EWI eingetreten sind; ein Bericht über die Währungs- und Finanzlage 1993 könnte in den ersten Jahresbericht des EWI aufgenommen werden, der im April 1995 veröffentlicht würde. Dies stehe auch im Entwurf des Pressecommuniqués, der den Zentralbankpräsidenten vorliege. Eine weitere noch zu beantwortende Frage sei die *Organisation der Sitzungen des EWI in bezug zu jenen der BIZ* nach dem Umzug nach Frankfurt. Er schlägt vor, die Zentralbankpräsidenten sollten ihre Stellungnahmen zur Organisation der BIZ-Sitzungen Herrn Crockett einreichen und jene zu den EWI-Sitzungen ihm selbst; dann könnten die verschiedenen Möglichkeiten geprüft werden.

Nach kurzer Diskussion beschliesst der *Ausschuss*:

- Den vier Vorschlägen von Herrn Lamfalussy zur Abteilungsgliederung des EWI, zum Verfahren für die Besetzung der fünf Schlüsselpositionen, zur Entlohnung der Inhaber dieser Positionen und - für eine Übergangszeit - zur Beibehaltung der vom Ausschuss der Zentralbankpräsidenten geschaffenen Infrastruktur wird zugestimmt.
- Die erste Sitzung des EWI wird am 11. Januar 1994 in Frankfurt stattfinden. Es wird zur Kenntnis genommen, dass die Einzelheiten der Vorkehrungen sobald wie möglich bekanntgegeben werden.
- Das vorgeschlagene Pressecommuniqué wird gebilligt, mit einer kleinen Änderung, die vom deutschen Stellvertreter beantragt wurde.

Zur interinstitutionellen Zusammenarbeit schlägt der *Vorsitzende* vor, dass die Vertreter des Rates und der Kommission in der Regel nicht in den Ausschüssen des EWI mitwirken sollten. Diesem Standpunkt schliessen sich die Herren *Tietmeyer*, *Trichet* und *Fazio* an, die insbesondere betonten, dass das EWI eine unabhängige Institution sei und ihre Selbständigkeit wahren sollte.

Schliesslich stimmt der *Ausschuss* dem Vorschlag von Herrn Lamfalussy zu, die Veröffentlichung des ersten Jahresberichts des EWI auf April 1995 zu verschieben. Dieser Bericht wird dann auch die Entwicklungen des Jahres 1993 umfassen. Der Vorschlag von *Herrn Doyle*, für 1993 einen verkürzten Jahresbericht in Form einer kommentierten Chronik der Ereignisse zu verfassen, wird verworfen.

Herr Lamfalussy erklärt, es wäre einerseits nicht möglich, innerhalb weniger Monate einen Bericht mit Substanz zu verfassen, während andererseits ein Bericht, der nur eine schlichte Beschreibung der Ereignisse enthalte, sich der Kritik aussetzen würde, er erreiche nicht das Niveau der beiden vom Ausschuss der Zentralbankpräsidenten verfassten Berichte. Dieser Ansicht von Herrn Lamfalussy schliessen sich der *Vorsitzende* und die Herren *Tietmeyer*, *Trichet* und *Fazio* an.

Herr Boutos schlägt vor, einen Bericht über die Entwicklungen 1993 dem Jahresbericht des EWI 1995 voranzustellen.

Herr Jaans ist ebenfalls der Ansicht, es gebe gute Gründe dafür, dass das EWI 1994 keinen Jahresbericht erstelle; jedoch sollten der Rat und das Europäische Parlament während des Jahres Zwischenberichte vom Präsidenten des EWI erhalten. Damit würde der Kritik vorgebeugt, dass sich das EWI scheue, öffentlich Rechenschaft abzulegen.

III. Verabschiedung des Ausschussberichts an die EG-Finanzminister über die Entwicklung auf den Devisenmärkten der neunzehn an der Konzertation beteiligten Länder im November und in den ersten Dezembertagen 1993

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

IV. Erneuerung der Swapvereinbarungen mit der Norges Bank

Der *Ausschuss* billigt die Erneuerung der bilateralen Swapvereinbarungen mit der Norges Bank für ein weiteres Jahr zu den derzeit geltenden Bedingungen.

V. Überwachung der wirtschafts- und währungspolitischen Entwicklung in der Gemeinschaft

1. Referat von Herrn Papademos, Vorsitzender des Unterausschusses "Geldpolitik"

Herr Papademos stellt den Ex-ante-Bericht des Unterausschusses "Geldpolitik" vor. Sein Referat konzentriert sich auf die Schlussfolgerungen des Berichts, einige geldpolitische Fragen und die allgemeine Beurteilung.

Der Beschluss, die Kursbänder des EWS-Wechselkursmechanismus auszuweiten, bedeutete, dass zumindest theoretisch ein grösserer Spielraum bestand, um die Geldpolitik auf die binnenwirtschaftlichen Gegebenheiten abzustimmen. In der Praxis verfolgten die am Wechselkursmechanismus teilnehmenden Länder jedoch einen vorsichtigen Kurs und legten den Schwerpunkt der Geldpolitik auch weiterhin auf die Wechselkursstabilität. Dies äusserte sich in schrittweisen Senkungen der Leitzinssätze, wobei ein Vorsprung gegenüber den deutschen Sätzen, die ebenfalls nach unten tendierten, gewahrt wurde. Infolgedessen werden die Währungen des Wechselkursmechanismus jetzt nahe an oder sogar innerhalb ihrer früheren Bandbreiten gehandelt. Überdies haben die langfristigen Zinssätze ihre Talfahrt fortgesetzt und liegen derzeit auf ihrem tiefsten Stand seit den frühen sechziger Jahren.

Eine Folge der Erweiterung der Kursbänder war, dass sich das Streben nach Preisstabilität nun vermehrt auf eine solide Geldpolitik und andere wirtschaftspolitische Bereiche im Inland sowie auf freiwillige Koordinierung unter den Zentralbanken anstatt auf die Disziplin des EWS stützen muss. Die "geeignete" geldpolitische Strategie ist zwischen den einzelnen EG-Ländern unterschiedlich; sie hängt teilweise von den jeweiligen Wirtschafts- und Finanzstrukturen ab. Viele Länder dürften das Ziel der Preisstabilität immer noch am ehesten erreichen, wenn sie den Wechselkurs als nominalen Anker verwenden und ihn nahe dem Leitkurs halten. In anderen kann sich die Geldpolitik nach wie vor auf binnenwirtschaftliche Variablen wie die Geldmengen stützen bzw. grösseres

Gewicht auf diese legen. Wo genügend verlässliche Zwischenvariablen nicht verfügbar sind, könnte sich die Geldpolitik direkt an expliziten Inflationszielen ausrichten. Die jeweiligen Vorteile dieser verschiedenen Ansätze sind im Bericht des Unterausschusses über die einheitliche Geldpolitik des ESZB erörtert worden. Eine Frage jedoch, die zunehmend an Bedeutung gewinnen könnte, ist die Präsentation der geldpolitischen Absichten vor der Öffentlichkeit. Bisher haben die meisten EG-Länder noch keine geldpolitischen Zielvorgaben für 1994 bekanntgegeben; es besteht die Gefahr, dass in einigen Fällen den Märkten nicht klar sein könnte, welches Gewicht jeweils der Geldmenge, dem Wechselkurs und anderen Indikatoren beigemessen wird. Obwohl sich der Handlungsspielraum der Währungsbehörden vergrössern könnte, wenn sie ihre geldpolitische Strategie der Öffentlichkeit nicht explizit darlegen, könnte ein solches Vorgehen der Glaubwürdigkeit der Geldpolitik schaden und die Inflationserwartungen negativ beeinflussen.

Wegen der Bedeutung, die der Wechselkursstabilität nach der Erweiterung der Kursbänder zugemessen wird, funktioniert der Wechselkursmechanismus de facto immer noch als Rahmen, der die nationale Geldpolitik einengt. Daher ist es weiterhin möglich, die gemeinsame geldpolitische Ausrichtung in der Gemeinschaft zu bestimmen und zu beurteilen. Der Unterausschuss hält den geldpolitischen Kurs in der Gemeinschaft für angemessen. Da überdies Wirtschaftswachstum und Inflation 1994 unter den Mitgliedstaaten einheitlicher werden dürften, scheint die Notwendigkeit einer geldpolitischen Differenzierung nicht mehr so gross wie in früheren Jahren. Weitere schrittweise Senkungen der kurzfristigen Zinssätze dürften sich mit einer weiteren Verlangsamung der Inflation vereinbaren lassen, ohne den Wirtschaftsaufschwung zu ersticken. Ausmass und Tempo der Zinssenkungen hängen jedoch von mehreren Faktoren ab, und es ist eine gewisse Vorsicht geboten. In der Gemeinschaft ist trotz der gedrückten Wirtschaftslage noch keine Preisstabilität erreicht worden; das Geldmengenwachstum liegt zur Zeit in mehreren Ländern über den Zielvorgaben; es besteht die Gefahr, dass sich die Inflation in der Gemeinschaft wieder beschleunigt, wenn der Wirtschaftsaufschwung an Dynamik gewinnt; und schliesslich könnten die erhofften Fortschritte bei der Haushaltskonsolidierung ausbleiben. Der Unterausschuss war der Ansicht, dass die Hauptgefahr bei den Aussichten für eine nachhaltige Erholung liegt; die Rezession könnte tiefer oder länger sein als derzeit erwartet. In diesem Fall wären schnellere oder stärkere Zinssenkungen angezeigt, falls sich das Geldmengenwachstum und der Inflationsdruck abschwächen. Ganz allgemein betonte der Unterausschuss, dass die Geldpolitik ihre mittelfristige Ausrichtung beibehalten sollte.

Unter der Annahme, dass die Geldpolitik der Länder des Wechselkursmechanismus auf Wechselkursstabilität ausgerichtet bleibt und dass die Zinssätze schrittweise und vorsichtig zurückgenommen werden, lässt sich sagen, dass die nationalen Geldpolitiken miteinander vereinbar sind. Sollte sich die Wirtschaftsrezession in einigen EG-Ländern jedoch als hartnäckiger herausstellen, könnte es schwierig werden, mittels der Zinspolitik den Wechselkurs stabil zu erhalten, und die derzeit geplanten nationalen Geldpolitiken könnten sich als miteinander unvereinbar erweisen. Dies wäre auch für die nicht dem Wechselkursmechanismus angehörenden Länder der Fall, falls der Wechselkurs ihrer Währung erheblich und beständig vom langfristigen Gleichgewichtsniveau abweicht.

Es war im allgemeinen nicht leicht, den grundlegenden Kurs und die gegenseitige Vereinbarkeit der Geldpolitik in der Gemeinschaft zu beurteilen, da die wirtschaftlichen Bedingungen in den verschiedenen Ländern und die Auswirkungen anderer Bereiche der Wirtschaftspolitik voneinander abweichen. Noch mehr erschwert wurde die Beurteilung nunmehr dadurch, dass die geldpolitische Koordinierung in einem Rahmen erfolgen musste, in dem die Wechselkurse nun in grösseren Bandbreiten schwanken können. Die Verstärkung der geldpolitischen Koordinierung im Kontext des EWI wird weitere Fortschritte in konzeptionellen wie in praktischen Fragen erfordern. Schliesslich könnte die Beurteilung der Geldpolitik verbessert werden, wenn Alternativszenarien verwendet würden und wenn sie - angesichts der Unsicherheiten und der langen Verzögerungen, mit denen die Geldpolitik die Endziele beeinflusst - in einem längeren Zeithorizont erfolgen könnte.

2. Referat von Herrn Saccomanni, Vorsitzender des Unterausschusses "Devisenpolitik"

Herr Saccomanni legt den Bericht "Jahresüberblick über Entwicklungen im Europäischen Währungssystem" des Unterausschusses "Devisenpolitik" vor und berichtet über die Diskussionen in der Überwachungsgruppe.

a) Der *Jahresüberblick über das EWS* ist vom Unterausschuss "Devisenpolitik" im Bewusstsein verfasst worden, dass die Ursachen und Konsequenzen der EWS-Krise vom Juli 1993 schwieriger zu analysieren sind als jene der Krise vom September 1992. Faktoren wie Veränderungen der Wettbewerbspositionen innerhalb des EWS oder der Kursrückgang des US-Dollars haben 1993 eine geringere Rolle gespielt als 1992. Einen grösseren Einfluss hatten dagegen andere Faktoren: die Wahrnehmung von Zielkonflikten und unzulänglicher Zusammenarbeit unter den Währungsbehörden durch die Märkte, die geschwundene Glaubwürdigkeit des EWS-Wechselkursmechanismus und Veränderungen der Erwartungen und des Absicherungsverhaltens der Marktteilnehmer. Diese Faktoren sind jedoch schwierig zu quantifizieren und in hohem Masse subjektiv; der Unterausschuss hat der Versuchung widerstanden, eine allzu einfache Erklärung für die Krise anzubieten und die ganze Schuld falschen Wahrnehmungen besorgter Marktteilnehmer zuzuweisen. Der Unterausschuss erinnerte an seinen Bericht von 1992, in dem er festgehalten hatte, dass es erneut zu starkem Druck kommen könnte, und zwar auch in Ländern, deren Paritäten den Fundamentaldaten entsprechen, ausser "wenn die Märkte sähen, dass alle Währungsbehörden die Paritäten konsequent verteidigen und dabei im Rahmen einer angemessenen Koordinierung von den übrigen Bereichen der Wirtschaftspolitik auf geeignete Weise unterstützt werden."

Was die Reaktionen auf die jüngste Krise betrifft, so war sich der Unterausschuss einig, dass mit dem Einsatz der Basel/Nyborg-Instrumente der Krise bis zum Juli 1993 mit Erfolg begegnet wurde, dass sie aber dann in einem negativen Marktklima und angesichts schwindender Glaubwürdigkeit ihre Wirksamkeit immer mehr einbüssten. Insbesondere das Zinsinstrument war mit unterschiedlichem Erfolg eingesetzt worden. Einige Mitglieder vertraten die Ansicht, das Zinsinstrument wäre

wirksam gewesen, wenn die nationalen Behörden bereit gewesen wären, die Zinssätze früh genug zu erhöhen. Die Mehrheit der Mitglieder war jedoch der Meinung, das Instrument habe seine Wirksamkeit verloren, weil Zinserhöhungen als nicht tragfähig angesehen wurden, da sie zu Zielkonflikten geführt oder diese verschärft hätten. Diese Schlussfolgerung wich von jener ab, zu der der Währungsausschuss und der Ausschuss der Zentralbankpräsidenten im früheren Verlauf von 1993 gelangt waren. Der Unterausschuss vermerkte ferner, dass trotz der sehr grossen eingesetzten Beträge die Interventionen bei der Eindämmung des Marktdrucks versagten, da sie als untragbar angesehen wurden. Nach Ansicht des Unterausschusses sollten die Konsequenzen massiver Interventionen für die Geldpolitik genauer analysiert werden, insbesondere was das Neutralisierungsverfahren betrifft; der Unterausschuss ist bereit, gegebenenfalls mit dem Unterausschuss "Geldpolitik" zusammenzuarbeiten.

Der Unterausschuss untersuchte ferner die Konsequenzen der Erweiterung der EWS-Kursbänder. Der Beschluss vom 2. August hatte einen Schlusspunkt hinter eine Periode schwerer Spannungen gesetzt und zu einem neuen Handelsumfeld geführt, in welchem die täglichen Wechselkurse volatiler geworden sind und die Marktliquidität abgenommen hat. Die Marktteilnehmer haben die spekulativen Positionen, die sie vor der Krise eingegangen sind, noch nicht vollständig wieder aufgelöst. Zu erst vorläufigen Schlüssen ist man hinsichtlich der Wirksamkeit der Basel/Nyborg-Instrumente unter den neuen Gegebenheiten des EWS-Wechselkursmechanismus gelangt, da der Beobachtungszeitraum kurz war. Es gibt jedoch Hinweise darauf, dass die Wechselkursflexibilität durch die verstärkte Wahrnehmung des zweiseitigen Risikos grösser geworden sein könnte. Die Möglichkeit, mit Zinsänderungen in Zeiten der Spannung die Wechselkurse zu stabilisieren, könnte jedoch eingeschränkt worden sein, da diese dazu führen könnten, dass die Märkte Zielkonflikte noch stärker wahrnehmen. Abschliessend ist festzuhalten, dass die Erweiterung der Kursbänder möglicherweise nicht alle grundlegenden Spannungsquellen im EWS-Wechselkursmechanismus beseitigt hat und dass es wieder zu Spannungen an den Märkten kommen könnte. Die Fortsetzung einer stabilitätsorientierten Geldpolitik in den Mitgliedstaaten dürfte jedoch dazu beitragen, die Glaubwürdigkeit des Wechselkursmechanismus wieder aufzubauen.

b) Die *Überwachungsgruppe* diskutierte die Aussichten für den US-Dollar und die Lage im EWS. Die erwartete Festigung des Dollars ist in den letzten Wochen nicht eingetreten, doch ist die Gruppe nach wie vor der Ansicht, dass sich der Dollar infolge der wahrscheinlichen Entwicklung des Zinsgefälles zwischen den USA und Europa festigen wird. Auf kurze Sicht scheinen die Marktteilnehmer jedoch nicht gewillt, ihre schon beträchtlichen Dollar-Haussepositionen noch aufzustocken, da es sich für die Federal Reserve angesichts der Inflationsaussichten in den USA und des kürzlich eingetretenen Rückgangs der Ölpreise offenbar erübrigt, die Geldpolitik in nächster Zukunft zu verschärfen. Das Anziehen des Dollars gegenüber der D-Mark an diesem Morgen scheint daher mit dem Ergebnis der russischen Parlamentswahlen zusammenzuhängen.

Weitere Fortschritte bei der Beruhigung der Devisenmärkte zeigten sich in der Verengung sowohl des EWS-Kursbandes als auch des Zinsgefälles, und die Zielkonflikte beginnen aus der

Wahrnehmung der Märkte zu verschwinden. Die Hauptursache für das Nachlassen der Spannungen im EWS war die zuversichtliche Erwartung der Marktteilnehmer, dass die nationalen Zentralbanken in der nächsten Zeit eine vorsichtige Geldpolitik verfolgen würden. Ein weiterer Faktor waren jedoch DM-Verkäufe zur Gewinnmitnahme durch jene, die vor Juli 1993 Haussepositionen in D-Mark eröffnet hatten. Die Gruppe räumt ein, dass eine Reihe von Risiken zu berücksichtigen ist. Erstens werden die Marktteilnehmer die Entwicklung der Konjunktur und der Konvergenz genau beobachten; jede erhebliche Abweichung vom derzeitigen gemässigt optimistischen Szenario könnte die Zielkonflikte und damit die Spannungen wieder aufleben lassen. Zweitens hängt die Wechselkursstabilität im EWS von der Erwartung eines weiteren Zinsrückgangs in Deutschland ab. Einige Mitglieder äusserten die Besorgnis, dass politische Unsicherheiten im Zusammenhang mit regionalen Wahlen in Deutschland Zinssenkungen in diesem Land hinausschieben oder verlangsamen könnten. Schliesslich besteht die Gefahr, dass politischer Druck zur Lockerung der Geldpolitik sich verstärken und zu einer unge-rechtfertigten Stimulierung führen könnte.

3. Referat von Herrn Rey, Vorsitzender des Ausschusses der Stellvertreter

Die Stellvertreter haben ihre Anerkennung für die Berichte der beiden Unterausschüsse und für die ergänzenden Beiträge des volkswirtschaftlichen Stabes ausgesprochen. Bei der Diskussion der Stellvertreter standen fünf Dinge im Mittelpunkt: eine grundsätzliche, wenn auch nicht einhellige Zufriedenheit über die jüngsten Entwicklungen an den Devisenmärkten, Unsicherheit bezüglich der Zinsperspektiven in der Gemeinschaft, die Formulierung der geldpolitischen Strategien in dem veränderten Umfeld, die Bedeutung einer gemeinsamen geldpolitischen Ausrichtung in der Gemeinschaft sowie die Frage der Dauerhaftigkeit des derzeitigen "vorübergehenden" Regimes.

Erstens: Es wurde mit Befriedigung festgestellt, dass in den EWS-Wechselkursmechanismus wieder eine gewisse Stabilität eingekehrt ist. Mehrere Währungen werden wieder innerhalb ihrer früheren Bandbreiten gehandelt, die Zinsen sinken allmählich, und die Zinsabstände verringern sich immer mehr. Es herrschte Erleichterung, dass der Beschluss zur Erweiterung der Bandbreiten im Wechselkursverbund eine recht gute Wirkung gezeigt hat und es den Währungsbehörden gelungen ist, ihr Festhalten am Ziel der Wechselkursstabilität unter Beweis zu stellen. Der dänische Stellvertreter bedauerte allerdings, dass im Sommer nicht genügend politischer Wille und Kooperation dagewesen seien, um das frühere Regime im EWS-Wechselkursmechanismus zu verteidigen.

Zweitens: Der Ex-ante-Bericht hielt einen weiteren Rückgang der Zinssätze für offensichtlich vereinbar mit einer weiteren Verringerung der Inflation. Einige Stellvertreter meinten, wenn die deutschen Zinsen weiter zurückgeführt würden, sollten die übrigen Teilnehmer am EWS-Wechselkursmechanismus eine gewisse Befestigung ihrer Währungen innerhalb der Bandbreite zulassen, um das Bewusstsein eines zweiseitigen Risikos an den Märkten zu stärken. Ob und wann es in Deutschland zu weiteren Zinssenkungen kommen wird, bleibt ungewiss. Ein Hindernis wäre z.B., wenn der Kurs des US-Dollars zu rasch ansteigen würde. Soweit die Märkte dann in ihrer Erwartung eines Zinsrückgangs in Deutschland enttäuscht würden, könnte es im Wechselkursverbund erneut zu

Spannungen kommen. Eine Frage bleibt daher bestehen: Inwieweit liesse sich die Wechselkursverantwortung der Teilnehmer am EWS-Wechselkursmechanismus aufrechterhalten, wenn wieder akut ein - in jüngster Zeit aus dem Bewusstsein gerückter - Zielkonflikt wahrgenommen würde?

Drittens: Im Ex-ante-Bericht wurde die Bedeutung der Bandbreitenerweiterung im Wechselkursverbund für die Formulierung der Geldpolitik untersucht. Kleine und offene Volkswirtschaften verfolgen danach eine andere Strategie als grössere und weniger offene. Erstere verwenden weiterhin den Wechselkurs als nominalen Anker, während letztere die Geldmengen oder explizite Inflationsziele stärker in den Vordergrund rücken. Der französische Stellvertreter betonte, dass es keine klare Trennlinie gebe, und stellte die Verpflichtung der französischen Währungsbehörden auf interne wie externe Geldwertstabilität heraus. Der deutsche Stellvertreter wies darauf hin, dass das erweiterte Kursband im EWS-Wechselkursmechanismus eine gewisse Differenzierung der Geldpolitik ermöglichen dürfte, dass aber genauer untersucht werden müsste, wieviel Spielraum für die Ausnutzung der erweiterten Bandbreite zur Verfügung steht, ohne dass die Glaubwürdigkeit gefährdet wird.

Viertens: Die gemeinsame geldpolitische Ausrichtung in der Gemeinschaft wurde in gewissem Umfang diskutiert. Es wurde argumentiert, dass die Geldpolitik in der EG insgesamt angesichts der freiwilligen Hinnahme der Wechselkurszwänge durch eine Reihe von Mitgliedstaaten straffer gewesen sei als in einer theoretischen Situation, in der aussenwirtschaftliche Überlegungen eine geringere Rolle für die Festlegung des geldpolitischen Kurses gespielt hätten. Es wurde angemerkt, dass diese allgemeine geldpolitische Ausrichtung im Mittelpunkt einer transatlantischen Auseinandersetzung stehe; die Währungsbehörden in Europa müssten hervorheben, dass die erwarteten positiven Effekte der Wechselkursstabilität in der EG auf längere Sicht bei weitem grösser seien als die kurzfristigen Vorteile, die eine Ausnutzung des von der erweiterten Bandbreite gewährten Spielraums mit sich brächten. Schliesslich äusserte ein Stellvertreter die Auffassung, wenn die Wechselkursstabilisierung durch die Bandbreitenerweiterung erleichtert worden sei, sollte das "vorübergehende" Regime so lange aufrechterhalten werden können, bis die Währungsunion vollständig umgesetzt sei; diese Frage könnte vom Unterausschuss "Devisenpolitik" geprüft werden.

4. Diskussion des Ausschusses

Herr Rojo erklärt, infolge der Kontroverse zwischen der Regierung und den Gewerkschaften in Spanien habe die Peseta in den letzten beiden Wochen die dänische Krone als schwächste Währung im EWS-Wechselkursmechanismus abgelöst. Seit den letzten Parlamentswahlen habe sich die Regierung erfolglos bemüht, mit den Gewerkschaften zu einer Einigung über die Lohnerhöhungen im Jahr 1993 und über die Notwendigkeit einer Reihe von Reformen zu gelangen. Am 3. Dezember habe das spanische Kabinett eine Anzahl von Gesetzesentwürfen gebilligt, die dem Parlament übermittelt worden seien; sie bezögen sich auf eine erhebliche Modifizierung des Systems der Tariflohnvereinbarungen und neue Arten von Arbeitsverträgen. Die Gewerkschaften hätten darauf mit der Aufforderung zu einem Generalstreik reagiert. Der Streik dürfte keine nennenswerten Auswirkungen haben, aber die Peseta habe in den letzten beiden Wochen an Wert eingebüsst, weil die Märkte der

Ansicht gewesen seien, dass die Position der Regierung geschwächt sein könnte und die Entwürfe der Reformgesetze möglicherweise verwässert werden könnten. Der Banco de España habe keine Interventionen an den Märkten vorgenommen.

Herr Fazio berichtet, seit Mitte Oktober seien die Anleihekurse und der Wert der italienischen Lira aufgrund der unsicheren politischen Lage in Italien gesunken. Der neue Haushalt dürfte bis zum 20. Dezember verabschiedet werden und werde einen weiteren Schritt zur Verbesserung der öffentlichen Finanzen bedeuten. Wahrscheinlich würden in drei Monaten Parlamentswahlen stattfinden; die Banca d'Italia werde die monetäre Entwicklung in der Zwischenzeit genau überwachen. Was die von Herrn Rey angesprochene Frage der grundsätzlichen Ausrichtung der Geldpolitik in der Gemeinschaft betrifft, so stimmt er zu, dass es seltsam erscheine, eine allgemeine Beurteilung vorzunehmen, wenn die Verantwortung für die Geldpolitik bei den nationalen Währungsbehörden verbleibe. Es gebe immer mehr Geld, das in den nationalen Geldmengenzielen nicht erfasst werde; das Geschehen am Markt für Eurolira erkläre zum Teil die jüngste Entwicklung des Wechselkurses der italienischen Währung. Zwar seien die derzeitigen Tendenzen am Euroliramarkt viel weniger stark ausgeprägt als am Eurodollarmarkt in den sechziger und siebziger Jahren, doch sei die Erscheinung die gleiche und sollte näher untersucht werden.

Zur Erweiterung der Bandbreiten im EWS-Wechselkursmechanismus am 2. August erklärt *Herr Trichet*, die französischen Währungsbehörden seien folgender Auffassung: Der Wechselkursverbund sei bewahrt worden, es sei bekräftigt worden, dass das Paritätengitter mit den gesamtwirtschaftlichen Eckdaten und mit einem unverzerrten Funktionieren des Binnenmarktes vereinbar sei, und im Wechselkursverbund bestehe jetzt wieder ein zweiseitiges Risiko. Was den französischen Franc betreffe, so habe die Banque de France die Märkte im August und September davon überzeugt, dass der EWS-Wechselkursmechanismus keineswegs abgeschafft worden sei. Die Geldmengenziele für 1994 würden Anfang des Jahres festgelegt werden. In den letzten zehn Jahren habe sich die französische Geldpolitik am Ziel der Preisstabilität orientiert und sich dabei auf zwei Elemente gestützt: die binnenwirtschaftlichen Zielvorgaben und die Teilnahme am EWS-Wechselkursmechanismus. Damit sei kein Zielkonflikt verbunden; die französischen Währungsbehörden seien vielmehr der Auffassung, dass Zielkonflikte nur in der Theorie bestünden. Hier enthalte der Bericht über das EWS einige Sätze, die von den Märkten missverstanden werden könnten, wenn der Bericht veröffentlicht würde. Im EWS-Bericht sei von den künftigen Risiken und Gefahren die Rede. Wenn die Währungsbehörden in der Öffentlichkeit mehr auf ihre Befürchtungen hinwiesen als auf ihr Selbstvertrauen, so könnte dies sie in noch stärkerem Masse anfälliger erscheinen lassen, als sie tatsächlich seien. Diejenigen Vertreter von Währungsbehörden, die sich für eine Rückkehr zu engen Bandbreiten oder für geldpolitische Initiativen ausgesprochen hätten, könnten die Märkte zu der Annahme veranlassen, die Behörden seien nicht zuversichtlich.

Herr Belezza berichtet, im Rahmen der zwölf Tage zuvor angekündigten Regierungsumbildung sei in Portugal ein neuer Finanzminister ernannt worden. Die Ergebnisse der am 12. Dezember im ganzen Land abgehaltenen Kommunalwahlen hätten den Erwartungen entsprochen,

wobei die Niederlage für die Regierung etwas grösser ausgefallen sei, als es die Umfragen hätten erkennen lassen; dies habe eine gewisse Reaktion an den Märkten ausgelöst. Nach einer Lockerung der Zinssätze in anderen EG-Ländern hätten die portugiesischen Währungsbehörden ihren vorsichtigen geldpolitischen Kurs fortgesetzt. Das habe sich ausgezahlt; die Interventionen seien begrenzt geblieben, und der Satz für festverzinsliche Zehnjahresanleihen sei in den letzten Monaten trotz einiger Aufwärtsschübe im Zusammenhang mit Unsicherheiten über die Haushaltsentwicklung zurückgegangen. Sowohl die Regierung als auch die Zentralbank seien der Ansicht, dass sie nicht über mehr Spielraum verfügten als Ende Juli.

Herr Hoffmeyer weist auf drei Dinge hin. Erstens: Die Konvergenzfortschritte im Jahr 1993 seien - insbesondere bei der Inflation - grösser gewesen als vor einem Jahr vorhergesehen. Zweitens: Der "Zielkonflikt", der 1992 und 1993 im Mittelpunkt der Diskussionen der Zentralbankpräsidenten gestanden habe, sei nicht so schwerwiegend gewesen, wie die Märkte angenommen hätten. Drittens: Die Beziehung zwischen Interventionen und Geldmenge (die im Bericht nicht analysiert werde) sei nicht so eng, wie allgemein vermutet werde, denn Spekulation sei heute auf eine Art und Weise möglich, die sich nur geringfügig auf die Geldmenge auswirke. Seiner Ansicht nach sei der EWS-Wechselkursmechanismus praktisch aus den falschen Gründen ausgesetzt worden, weil alle drei Elemente falsch beurteilt worden seien. In den früheren Regelungen im Wechselkursverbund habe es eine Wechselbeziehung zwischen der Geldpolitik und der Wechselkurspolitik gegeben. Bisher sei noch keine alternative Strategie für eine kooperative Politik der Mitgliedstaaten in der erweiterten Bandbreite gefunden worden. Preisstabilität allein als Ziel der Geldpolitik sei für diesen Zweck nicht unbedingt ausreichend.

Herr Verplaetse erklärt, als der Beschluss zur Erweiterung der Bandbreiten im Wechselkursverbund gefasst worden sei, sei die Gültigkeit des bestehenden Paritätengitters bekräftigt worden, um weiterhin eine stabile Geldpolitik zu verfolgen. Der belgische Franc, der in den letzten drei Jahren stark gewesen sei, sei trotz unveränderter gesamtwirtschaftlicher Eckdaten Ziel spekulativer Angriffe geworden. Erstens habe sich die Wettbewerbsfähigkeit infolge des Wertverlustes der Lira und des Pfund Sterling um rund 3 % verschlechtert. Zweitens sei fraglich gewesen, ob Belgien in der Lage sei, sein Defizit im Staatshaushalt in den Griff zu bekommen, insbesondere das Defizit der Sozialversicherung. Es sei klar gewesen, dass die Glaubwürdigkeit der belgischen Politik nur dann wiederhergestellt werden könnte, wenn Massnahmen in zwei Bereichen ergriffen würden. Der Plan der belgischen Regierung zur Bekämpfung der Krise habe einige Streiks ausgelöst; die Märkte hätten jedoch gemerkt, dass das Programm Hand und Fuss habe. Es beinhalte eine Kürzung der Lohnkosten um rund 8 % und die Wiederherstellung des Gleichgewichts in der Sozialversicherung durch eine Beitragserhöhung für die privaten Haushalte um 3,5 % (2 % davon würden an die Unternehmen, 1,5 % an den öffentlichen Sektor weitergegeben werden). Zwar werde der Plan das Wirtschaftswachstum beeinträchtigen, doch hätte die Glaubwürdigkeit der belgischen Wirtschaftspolitik in den Augen der Märkte gelitten, wenn die Ankündigung der Massnahmen hinausgeschoben worden wäre.

Herr Boutos erklärt, er sei seit langem der Ansicht, dass Preisstabilität und Wachstum einander ergänzende Ziele seien. Preisstabilität sei sogar eine notwendige Vorbedingung für ein anhaltendes Wachstum. Sein wichtigstes Ziel werde es sein, die Inflation in Griechenland unumkehrbar auf ein niedriges Niveau zurückzuführen. Die Wirtschaftsentwicklung in Griechenland sei 1993 gemischt gewesen. Einerseits sei die Inflationsrate rückläufig, und die Leistungsbilanz zeige eine beträchtliche Verbesserung, während andererseits das hohe Staatsdefizit ein drängendes Problem darstelle. Zu diesem höher als erwartet ausfallenden Defizit, das den geldpolitischen Spielraum stark einschränke, hätten verschiedene Faktoren beigetragen: Probleme bei der Steuererhebung, die Verringerung der Einkommensteuersätze im Jahr 1992, während die erwartete Verbreiterung der Steuerbemessungsgrundlage ausgeblieben sei, die Umsetzung der Binnenmarktrichtlinien über den innergemeinschaftlichen Handel, die das Umsatzsteueraufkommen aus Importen gedrückt habe, Verzögerungen bei der Privatisierung und ein geringeres Wirtschaftswachstum als erwartet. Die Realzinsen seien in den letzten Monaten gestiegen; trotzdem werde es aufgrund der Ausweitung der inländischen Kreditaggregate und des zunehmenden M3-Wachstums in Griechenland nicht möglich sein, die geldpolitischen Ziele einzuhalten. Auf folgende Faktoren werde sich die Wirtschaftspolitik 1994 stützen: einen straffen Haushalt, eine nichtakkommodierende Wechselkurs- und Geldpolitik, Massnahmen zur Verbesserung der Infrastruktur der Wirtschaft und zur Produktivitätssteigerung, Beschleunigung der Privatisierung ausgewählter Staatsbetriebe über den Aktienmarkt. Im Haushalt erwarte man 1994 einen Überschuss vor Zinsausgaben von rund 2 % des BIP; erreicht werden solle dies hauptsächlich durch Ausgabenkürzungen, Massnahmen zur Verbreiterung der Steuerbemessungsgrundlage und die Einführung neuer Steuern. Im Januar werde dem Parlament ein Gesetzesentwurf zur Verringerung der Steuerhinterziehung vorgelegt werden. Die Wechselkurspolitik und die Geldpolitik für 1994 würden so festgesetzt werden, dass sie mit einer Senkung der Inflationsrate auf unter 10 % bis Ende 1994 und der erwarteten weiteren Verbesserung der Zahlungsbilanz im Jahr 1994 vereinbar seien. Eine Zielvorgabe für das Wachstum der Geldmenge in weiter Abgrenzung werde im Januar bekanntgegeben werden. Die Zinsen dürften hoch bleiben, um die Ausweitung der Liquidität einzudämmen und eine auf Preisstabilität ausgerichtete Wechselkurspolitik zu unterstützen. Schliesslich werde erwartet, dass das - teilweise durch die EG-Strukturfonds finanzierte - öffentliche Investitionsprogramm 1994 die nachteiligen Auswirkungen der restriktiven makroökonomischen Politik auf die Gesamtnachfrage mildern und zu einer mässigen Konjunkturerholung beitragen werde.

Zu Herrn Hoffmeyers Äusserungen bemerkt *Herr Tietmeyer*, es seien nicht die falschen Gründe gewesen, die zu dem Beschluss zur Erweiterung der Bandbreiten im EWS-Wechselkursmechanismus geführt hätten. Zwar seien die Konvergenzfortschritte bei der Preisentwicklung tatsächlich grösser gewesen als erwartet, doch hätten die Märkte aufgrund binnenwirtschaftlicher Diskussionen einen Zielkonflikt zu erkennen geglaubt und dann ausgereizt. Er erinnert daran, dass der deutsche Stellvertreter im März 1992 vorgeschlagen habe, die Bandbreiten bei Anspannungen vorübergehend auszuweiten. Zu der Frage nach einem Zusammenhang zwischen Geldmenge und

Interventionen erklärt er, den deutschen Währungsbehörden sei es gelungen, die Interventionen zu neutralisieren. Hätten die Pflichtinterventionen länger andauert, wären die Geldmengen in Deutschland jedoch genauso "explodiert" wie im August 1992. Dieser Punkt müsse weiter geprüft werden. Der Äusserung des Ex-ante-Berichts, dass die erweiterten Bandbreiten Probleme für die Koordinierung der Geldpolitik mit sich brächten, stimme er nicht zu. Die Glaubwürdigkeit werde jetzt auf der Grundlage der inländischen Politik aufgebaut, und diese Basis sei solider und dauerhafter als die Wechselkursverpflichtung allein. Er stimme Herrn Trichet zu, dass Vorsicht geboten sei, bevor neue Initiativen ins Auge gefasst würden; nach einer Phase der Konsolidierung sollte die Situation nochmals beurteilt werden. Das Basel/Nyborg-Abkommen sei stets so interpretiert worden, als sei das Wichtigste eine breitere gemeinsame Finanzierung, während die Möglichkeit einer Paritätenanpassung nur selten erwähnt worden sei. Ausserdem sei der Einsatz des Zinsinstruments im letzten Moment während einer Krise zwar möglicherweise schwierig, es könnte aber sehr wirksam sein, wenn es rechtzeitig eingesetzt werde.

Zur Situation in Deutschland sagt er, es gebe zunehmend Anzeichen dafür, dass der tiefste Punkt der Rezession erreicht sei, auch wenn die Bundesbank noch nicht überzeugt sei, dass die Wirtschaftserholung eingesetzt habe. Das westdeutsche BIP sei jedoch vom zweiten auf das dritte Quartal 1993 um 0,5 % gestiegen, und die vorläufigen Zahlen für Oktober zeigten ebenfalls eine leichte Verbesserung. Die Auftragseingänge, vor allem aus dem Ausland, hätten zugenommen, und die Bautätigkeit sei aufgrund der niedrigen Zinsen lebhaft. In Ostdeutschland sei die Nachfrage im dritten Quartal um 25 % höher gewesen als im entsprechenden Vorjahreszeitraum, und die Produktion habe sich im selben Zeitraum um 15 % ausgeweitet. Für 1994 werde in Ostdeutschland ein Wachstum von rund 8-10 % erwartet. Was die monetäre Situation betreffe, so betrügen die deutschen Geldmarktzinsen derzeit 6 %, die langfristigen Sätze lägen bei 5,5 % und damit nahe dem absoluten Tiefstand von 5,25 % (damals sei die Preisentwicklung negativ gewesen). Die Inflationsrate belaufe sich auf 3,6 %, die Basisinflation auf rund 3 %. Im Ex-ante-Bericht habe es geheissen, es sei Spielraum für weitere Zinssenkungen vorhanden; dies müsse sorgfältig untersucht werden. Die deutsche Geldmenge M3 expandiere nach wie vor zu schnell, und das Wachstum bleibe über dem Zielkorridor. Die Bundesbank werde die Zahlen für November und Dezember prüfen müssen und auch die Wechselkursentwicklungen und die Kapitalzuflüsse überwachen. Es wäre nicht gerechtfertigt, in der nächsten Zeit weitere Senkungen der deutschen Zinssätze zu erwarten. Bei der Rücknahme ihres Satzes für Wertpapierpensionsgeschäfte auf 6 % habe die Bundesbank bekanntgegeben, dass sie den Satz bis zum 5. Januar 1994 unverändert lassen werde, um jegliche Erwartungen weiterer Zinssenkungen an den Märkten zu dämpfen. Am 16. Dezember werde der Zentralbankrat das Geldmengenziel für 1994 beschliessen. Es werde weiterhin auf mittelfristigen Überlegungen beruhen. Der Zielkorridor für M3 werde möglicherweise auf sein "traditionelles" Niveau zurückkehren, worin ein leicht geringeres Produktionspotential und ein unveränderter "normativer Preisanstieg" von 2 % zum Ausdruck kommen könnten. Neben der inländischen Geldmenge M3 werde die Bundesbank auch breiter definierte Indikatoren überwachen, in denen auch die Euro-DM enthalten sei.

Herr Trichet erklärt, er stimme Herrn Tietmeyers Bemerkungen zum EWS-Wechselkursmechanismus zu. Er fügt hinzu, die Währungsbehörden hätten ihre Absichten bisweilen nicht deutlich genug zum Ausdruck gebracht. Hätte man den Märkten ausserdem auf irgendeine Weise signalisiert, dass es für den Umfang der Interventionen Grenzen gebe, die nicht überschritten werden könnten, so hätte dies zu einer kollektiven Schwächung des Systems führen können.

Herr George erklärt, in den Berichten der beiden Unterausschüsse werde den aussen- und binnenwirtschaftlichen Faktoren sowie dem Grad der zwischen ihnen bestehenden Spannungen jeweils unterschiedliches Gewicht beigemessen. Zu Äusserungen, wonach es keine Zielkonflikte gebe, meint er, in Wirklichkeit könne man hierüber keine absolute Aussage treffen. Inwieweit Spannungen existierten und innerhalb eines Regimes abgefangen werden könnten und inwieweit sie Wechselkurseffekte zur Folge hätten, die nicht wünschenswert seien, hänge von der jeweiligen allgemeinen Wirtschaftslage ab. Zwar hätten sich die Spannungen an den Devisenmärkten vermindert, seit die Bandbreiten im EWS-Wechselkursmechanismus erweitert worden seien, doch dürfe man nicht glauben, dass dieser Schritt unvermeidbar gewesen sei. Die Konjunktorentwicklung habe den deutschen Währungsbehörden eine Rücknahme ihrer Zinssätze erlaubt. Ohne diese Zinssenkungen wären die Spannungen bestehen geblieben. Es wäre gefährlich, anzunehmen, dass es nicht zu erneuten Unruhen kommen werde, vor allem angesichts der derzeitigen Höhe der Arbeitslosigkeit in der EG. Was den Vorschlag betreffe, dass einige Länder einer eventuellen weiteren Senkung der deutschen Zinsen zeitversetzt folgen sollten, um das zweiseitige Risiko herauszustreichen, so hoffe er, dass dies davon abhängig gemacht werde, ob dieser Schritt für das betreffende Land in dem jeweiligen wirtschaftlichen Klima angemessen wäre und nicht nur Demonstrationscharakter haben würde. Es sei auch vorgeschlagen worden, den US-Währungsbehörden deutlich zu machen, dass die erwarteten längerfristigen Effekte der Wechselkursstabilität bei weitem höher zu bewerten seien als die vorübergehenden Vorteile einer Ausnutzung des jetzt bestehenden Zinsspielraums; auch dies müsste von der jeweiligen Wirtschaftslage abhängig gemacht werden.

Herr Jaans erklärt, er unterstütze Herrn Hoffmeyers Vorschlag, die Auswirkungen spekulativer Transaktionen auf die Geldmenge und auf die Durchführung der Geldpolitik zu untersuchen. In einer solchen Studie könnte auch geprüft werden, welche Instrumente - einschliesslich derivativer Instrumente - geeignet wären, um den Bedürfnissen derjenigen Marktteilnehmer entgegenzukommen, die ein Portfolio absichern wollten; auf diese Weise könnte möglicherweise der Umfang der eigentlichen Interventionsverkäufe und -käufe reduziert werden.

Herr Doyle merkt an, es bestehe allgemeine Befriedigung über die seit August herrschende Ruhe an den Märkten und über den offensichtlich funktionierenden automatischen Ausgleichsmechanismus. Er warne jedoch vor Selbstzufriedenheit; wenn die Arbeitslosenquote nicht genügend zurückgehe, könnten die Märkte wiederum einen Zielkonflikt wahrnehmen, und die Währungen könnten erneut unter Druck geraten. Auch sei er nicht ganz einverstanden mit der Schlussfolgerung des EWS-Berichts, wonach sich die Basel/Nyborg-Instrumente als angemessen erwiesen hätten. In den Zeiten der Anspannung hätten die Instrumente nicht ausgereicht, um die Wechselkurs-

stabilität wiederherzustellen, auch wenn die in einer Anzahl von Ländern ergriffenen Massnahmen in vielerlei Hinsicht über das Basel/Nyborg-Abkommen hinausgegangen seien. Er stimme Herrn George zu, dass weder in bezug auf die Zinssätze noch in bezug auf die Wechselkurse absolute Festlegungen getroffen werden sollten. Angesichts der derzeitigen Unsicherheiten stuft er die Wechselkursstabilität höher ein als die meisten anderen Faktoren, denn ohne sie könnte der Binnenmarkt ausgehöhlt werden.

Der *Vorsitzende* erklärt, den Zielkonflikten und der Frage, ob die Basel/Nyborg-Instrumente richtig angewandt worden seien, werde sich das EWI bei der Erstellung seines ersten Jahresberichts erneut widmen. Auf S. 23 des EWS-Berichts heisse es: "... so meint der Unterausschuss, dass zwei Punkte näher analysiert werden sollten: erstens die Schwelle, nach deren Überschreiten es schwieriger wird, die Auswirkungen von Interventionen zu neutralisieren, ohne dass die normale Durchführung der Geldpolitik entscheidend beeinträchtigt wird, und zweitens die monetären Nebenwirkungen von Interventionen ..." Er schlage vor, eine Untersuchung des Einflusses von Interventionen auf die geldpolitische Entwicklung im Inland in das Arbeitsprogramm des EWI aufzunehmen. Dies könnte mit Herrn Fazios Vorschlag einer Studie über die Euromärkte verknüpft werden.

VI. Vorbereitungsarbeiten für den Übergang zu den Stufen II und III der WWU

1. Fragen der Statistik

Herr Rey erklärt, nach dem Vorschlag der Stellvertreter sollte der Ausschuss den neuesten Zwischenbericht der Arbeitsgruppe befürworten; das bedeute nicht, dass sich die Zentralbankpräsidenten über alle einzelnen Themen einig sein müssten. Ein Stellvertreter habe geäußert, dass Punkte wie die Harmonisierung der Verbraucherpreisindizes und die Notwendigkeit ausführlicher regionaler Gliederungen der Zahlungsbilanzdaten weiterer Prüfung bedürften. Die Stellvertreter hätten ausserdem vorgeschlagen, den Bericht den EFTA-Zentralbanken und dem Ausschuss für die Währungs-, Finanz- und Zahlungsbilanzstatistiken zur Verfügung zu stellen.

Der *Ausschuss* befürwortet den Bericht auf dieser Grundlage und kommt überein, ihn den EFTA-Zentralbanken und dem Ausschuss für die Währungs-, Finanz- und Zahlungsbilanzstatistiken zur Verfügung zu stellen.

2. Festlegung und Durchführung der einheitlichen Geldpolitik in der Stufe III

Der *Ausschuss* kommt überein, die Prüfung des Berichts des Unterausschusses "Geldpolitik" auf eine der ersten Sitzungen des Rates des EWI zu vertagen.

3. **Zahlungsverkehrsregelungen für die Stufe III der WWU**
(unter Einschluss von Punkt VII der Tagesordnung: "Aktuelle Fragen im Zusammenhang mit Zahlungsverkehrssystemen und Zahlungsmitteln")

Herr Padoa-Schioppa erklärt, dem Ausschuss seien drei Berichte vorgelegt worden: "Payment Arrangements for Stage Three of EMU" (Zahlungsverkehrsregelungen in Stufe III der WWU), "The Oversight of the ECU Clearing and Settlement System in 1993" (Beobachtung und Überwachung des ECU-Clearing- und Saldenausgleichssystems 1993) und "Prepaid Cards" (Wertkarten).

Die wichtigste Schlussfolgerung des Berichts über die *Zahlungsverkehrsregelungen* in der Stufe III der WWU sei, dass Grossbetragsüberweisungen in der Stufe III der WWU dezentral verarbeitet werden sollten. Es sei nicht nötig, hierfür ein völlig neues System zu schaffen; die in den meisten EG-Ländern derzeit im Aufbau befindlichen Echtzeit-Bruttoabwicklungssysteme könnten miteinander verknüpft werden. In diesem Zusammenhang stelle sich eine Anzahl von Fragen, inwieweit die nationalen Systeme einander angeglichen werden sollten, aber diese Fragen müssten zum gegenwärtigen Zeitpunkt noch nicht beantwortet werden. Die Arbeitsgruppe habe vorgeschlagen, dass die Zentralbankpräsidenten diesen Bericht als Grundlage für Konsultationen zwischen der Arbeitsgruppe und den zuständigen Gruppen für Geldpolitik, Informationssysteme und Rechnungslegungsfragen annehmen sollten. Ausserdem werde vorgeschlagen, den Bericht den EFTA-Zentralbanken und den Mitgliedern des G10-Ausschusses für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme zu übermitteln. Es sei keine eindeutige Empfehlung ausgesprochen worden, ob der Bericht auch an das Bankengewerbe weitergegeben werden sollte; die Vor- und Nachteile einer solchen Verbreitung seien in einem Begleitvermerk dargelegt worden.

Der Bericht über das *ECU-Clearing- und Saldenausgleichssystem* sei aufgrund der Bitte der Zentralbankpräsidenten um einen jährlichen Bericht über die Beobachtung und Überwachung dieses Systems erstellt worden. In dem Bericht würden die Fortschritte bei der Verbesserung des Systems beschrieben und darauf hingewiesen, dass der ECU-Bankenverband (EBA) mehr darauf hinarbeiten müsse, dass das System die "Lamfalussy-Standards" erfülle.

Der Bericht über *Wertkarten* enthalte die eingeschränkte Schlussfolgerung, dass diese Karten wohl nur von Kreditinstituten ausgegeben werden sollten. Die Arbeitsgruppe sei mit den bisherigen Untersuchungen nicht völlig zufrieden und sei nicht bereit gewesen, diese Schlussfolgerung als klare Empfehlung für die künftige Vorgehensweise zu formulieren. In mehreren Mitgliedstaaten seien jedoch Initiativen von Nichtbanken im Gang, und daher sollte so bald wie möglich eine grundsätzliche Position bezogen werden.

Herr Rey erklärt, die Stellvertreter hätten die allgemeine Ausrichtung des Berichts über die *Zahlungsverkehrsregelungen in Stufe III der WWU* befürwortet. Sie hätten zugestimmt, dass der Bericht als Grundlage für die künftige Arbeit dienen und von anderen Experten der Zentralbanken geprüft werden sollte, vor allem von den Experten in den Bereichen Geldpolitik, Informationssysteme und Recht. Die Stellvertreter hätten sich dafür ausgesprochen, den Bericht den EFTA-Zentralbanken

und den Mitgliedern des G10-Ausschusses für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme zukommen zu lassen. Eine Veröffentlichung irgendeines Teils des Berichts hielten sie jedoch für verfrüht. Die Stellvertreter hätten den Bericht über das *ECU-Clearing- und Saldenausgleichssystem* zur Kenntnis genommen und die Arbeitsgruppe darin bestärkt, weiterhin Druck auf den ECU-Bankenverband auszuüben, um die Reform des Systems zu beschleunigen. Der deutsche Stellvertreter habe betont, dass es sich um ein privates System handle, und habe Vorbehalte hinsichtlich der Einbeziehung der nationalen Zentralbanken als "lender of last resort" geäußert. Die Stellvertreter hätten auch Interesse an den im Bericht über *Wertkarten* aufgeworfenen Fragen bekundet; sie hätten die Arbeitsgruppe bestärkt, in ihrer Arbeit fortzufahren, um in näherer Zukunft zu endgültigeren Schlussfolgerungen zu gelangen.

Herr Tietmeyer erklärt, er habe zu drei Punkten im Bericht über die Zahlungsverkehrsregelungen in Stufe III der WWU Vorbehalte anzumelden. Ausserdem stimme er dem Absatz 36 des Berichts über das ECU-Clearing- und Saldenausgleichssystem nicht zu, in dem es heisse, dass ein Grossbetragsüberweisungssystem wie das ECU-Clearing sich wahrscheinlich in das WWU-weite Echtzeit-Bruttoabwicklungssystem eingliedern müsse.

Der *Ausschuss* nimmt die drei Berichte zur Kenntnis. Es wird vereinbart, dass die Arbeitsgruppe näher untersucht, ob die Ausgabe von Wertkarten auf Kreditinstitute beschränkt bleiben sollte, damit der Rat des EWI bis März 1994 zu einer Entscheidung gelangen kann. Der Bericht über die Zahlungsverkehrsregelungen in der Stufe III der WWU wird weder an die EFTA-Zentralbanken noch an den G10-Ausschuss für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme gehen, solange die deutschen Vorbehalte nicht ausgeräumt sind.

4. Stand der Vorbereitungsarbeiten

Der *Ausschuss* nimmt den Bericht des Sekretariats über den Stand der Vorbereitungsarbeiten zur Kenntnis.

VII. Aktuelle Fragen im Zusammenhang mit Zahlungsverkehrssystemen und Zahlungsmitteln

Dieser Punkt wurde unter Punkt VI.3 der Tagesordnung abgehandelt.

VIII. Währungspolitische Fragen bei den Erweiterungsverhandlungen

Herr Rey berichtet, die Stellvertreter hätten die Elemente diskutiert, die in die von der Kommission erbetene Stellungnahme zu Fragen im Zusammenhang mit den aktuellen Verhandlungen über eine Erweiterung der Gemeinschaft eingehen sollten. Über eine Reihe von Punkten bezüglich folgender Themen hätten die Stellvertreter Einigung erzielt: Artikel 16 der Satzung des EWI

(Verfahren für die Festsetzung des Anteils der Zentralbanken der neuen Mitgliedstaaten im Schlüssel für die finanziellen Mittel des EWI), Einfrieren des ECU-Korbes, Struktur der Bereitstellungsplafonds für den mittelfristigen finanziellen Beistand, die auch für die Quoten der Zentralbanken der neuen Mitgliedstaaten im kurzfristigen Währungsbeistand relevant sein werde, sowie Kapital- und Devisenreserven der EZB. In zwei Punkten habe man sich nicht einigen können. Erstens hätten sich einige Stellvertreter gegen den Vorschlag der Kommission ausgesprochen, die Anzahl der Mitglieder des Direktoriums zu erhöhen, um das Verhältnis von 1:2 zwischen Direktorium und EZB-Rat zu wahren. Sie hätten argumentiert, dass ein grosses Direktorium einen Verlust an Effizienz bedeuten würde und dass alle Mitglieder des Rates ihr Amt persönlich und nicht als Vertreter ihres Herkunftslandes ausüben würden. Ausserdem bestünde beim Vorschlag der Kommission die Gefahr, dass ein regionales Element eingeführt würde; eine Spaltung zwischen den Mitgliedern des Direktoriums und den Präsidenten der nationalen Zentralbanken könnte einen unwillkommenen Präzedenzfall schaffen. Ausserdem könnte ein Präzedenzfall für Erweiterungsverhandlungen mit anderen Ländern entstehen. Andere Stellvertreter seien geneigt gewesen, den Vorschlag der Kommission zu unterstützen, um das Gewicht der Direktoriumsmitglieder im Verhältnis zu den Präsidenten der nationalen Zentralbanken zu wahren; eine solche Balance sei von Bedeutung gewesen, als die Zentralbankpräsidenten ihren diesbezüglichen Vorschlag für die Satzung des ESZB erarbeitet hätten. Uneinigkeit bestehe ausserdem über die Mitgliedschaft im EWS-Wechselkursmechanismus als Konvergenzkriterium. Nach dem Vorschlag der Kommission würde die Wechselkursentwicklung eines Bewerberlandes anhand des Verhältnisses seiner Währung zu den Währungen des EWS-Wechselkursmechanismus beurteilt, wenn das Land der Gemeinschaft in den zwei Jahren vor dem Beschluss des Übergangs zur Stufe III beitrete (und damit nicht die Möglichkeit hätte, dem Wechselkursverbund für den vollen Zweijahreszeitraum anzugehören). Einige Stellvertreter hätten die Ansicht geäussert, dass derzeitige und neue Mitglieder der Gemeinschaft gleich behandelt werden sollten. Dieser Grundsatz habe in den geänderten Text Eingang gefunden, der an die Zentralbankpräsidenten verteilt worden sei und die Basis für einen Kompromiss zwischen den Zentralbankpräsidenten bilden könnte.

Herr Tietmeyer meint, die Frage, ob der ECU-Korb die Währungen neuer Mitglieder enthalten sollte, müsste in den Verhandlungen mit den Bewerberländern geklärt werden.

Herr Rey sagt, die Stellvertreter teilten die Ansicht der Kommission, dass der ECU-Korb aus Gründen der Glaubwürdigkeit der ECU nicht um die neuen Währungen erweitert werden sollte. Der Vertreter der Kommission im Ausschuss der Stellvertreter habe bestätigt, dass die Bewerberländer derzeit nicht darauf bestünden, dass ihre Währungen in den ECU-Korb aufgenommen würden.

Nach dieser Diskussion

- billigt der **Ausschuss** den geänderten Text bezüglich des Konvergenzkriteriums, das die Teilnahme am EWS-Wechselkursmechanismus betrifft;
- einigt er sich auf den Konsens, dass die Erweiterung der Gemeinschaft nicht zu einer Vergrösserung des EZB-Direktoriums führen sollte. Es wird festgehalten, dass im Vertrag über die Europäische Union ein Direktorium von sechs Mitgliedern vereinbart

wurde, wobei zugrunde gelegt wurde, dass diese Anzahl angemessen wäre, um die Routinegeschäfte der EZB effizient zu führen. Die Erweiterung der Gemeinschaft an sich würde keine zusätzliche Arbeitsbelastung mit sich bringen und daher keine Vergrößerung des Direktoriums erforderlich machen;

- beschliesst er, seine Auffassung zu den in den derzeitigen Erweiterungsverhandlungen angesprochenen währungspolitischen Fragen der Kommission mitzuteilen.

Das Sekretariat wird gebeten, eine Stellungnahme zu entwerfen, die die Stellvertreter im Namen der Zentralbankpräsidenten durch schriftliches Verfahren oder nötigenfalls im Rahmen einer Telekonferenz fertigstellen werden.

IX. Andere Fragen innerhalb der Zuständigkeit des Ausschusses

1. Weitergabe des Abschlussberichts der Arbeitsgruppe für Informationssysteme an nicht der EG angehörende Mitglieder der G10-Gruppe der Computerexperten

Der *Ausschuss* billigt das von Herrn Barroux (in dessen Schreiben vom 2. Dezember) zum Ausdruck gebrachte Ersuchen, den Abschlussbericht der Arbeitsgruppe für Informationssysteme an den Federal Reserve Board, die Federal Reserve Bank of New York, die Bank of Japan und die Bank of Canada weiterzugeben.

2. Ernennung von Fachmitgliedern des Sekretariats

Der *Ausschuss* billigt die Ernennung von Herrn Dinand zum Fachmitglied des Sekretariats.

X. Ausklang

Zum Abschluss der letzten Sitzung des Ausschusses, der fast 30 Jahre lang bestanden hat, erklärt der *Vorsitzende*, dies markiere das Ende einer wichtigen Einrichtung in der Europäischen Gemeinschaft. Er dankt allen Zentralbankpräsidenten für ihre Kooperation im Zusammenhang mit der Arbeit des Ausschusses.

Als unmittelbarer Vorgänger des Vorsitzenden bringt *Herr Hoffmeyer* den Dank und die Wertschätzung des Ausschusses für die ausgezeichnete Art und Weise zum Ausdruck, in der Herr Duisenberg den Vorsitz bei den Sitzungen des Ausschusses geführt habe.

281. SITZUNG DES AUSSCHUSSES DER ZENTRALBANKPRÄSIDENTEN

14. DEZEMBER 1993

Anwesend sind:

Vorsitzender des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten	Herr Duisenberg
Banque Nationale de Belgique	Herr Verplaetse Herr Rey * Herr Michielsen
Danmarks Nationalbank	Herr Hoffmeyer Herr Hansen
Deutsche Bundesbank	Herr Tietmeyer Herr Schieber Herr Rieke
Bank of Greece	Herr Boutos Herr Papademos Herr Stournaras
Banco de España	Herr Rojo Herr Linde Herr Durán
Banque de France	Herr Trichet Herr Hannoun Herr Robert
Central Bank of Ireland	Herr Doyle Herr Reynolds
Banca d'Italia	Herr Fazio Herr Dini Herr Santini
Institut Monétaire Luxembourgeois	Herr Jaans
De Nederlandsche Bank	Herr Szász Herr Bakker Herr Boot
Banco de Portugal	Herr Beleza Herr Costa Pinto Herr Gaspar
Bank of England	Herr George Herr Crockett Herr Clark
Kommission der Europäischen Gemeinschaften	Herr Pons
Vorsitzender der Arbeitsgruppe für Zahlungsverkehrssysteme	Herr Padoa-Schioppa
Vorsitzender des Unterausschusses "Devisenpolitik"	Herr Saccomanni
Sekretariat des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten	Herr Baer Herr Scheller Herr Alders

Herr Lamfalussy nahm an der Diskussion unter Punkt II der Tagesordnung teil.

* Vorsitzender des Ausschusses der Stellvertreter.