

12. Januar 1993  
Vertraulich  
Endgültig  
Übersetzung

**PROTOKOLL  
DER 271. SITZUNG DES AUSSCHUSSES  
DER PRÄSIDENTEN  
DER ZENTRALBANKEN DER MITGLIEDSTAATEN  
DER EUROPÄISCHEN WIRTSCHAFTSGEMEINSCHAFT**

**BASEL, DIENSTAG, 8. DEZEMBER 1992**

## INHALTSVERZEICHNIS

	Seite
<b>I. Billigung des Protokolls der 270. Sitzung .....</b>	<b>1</b>
<b>II. Verabschiedung des Ausschussberichts an die EG-Finanzminister über die Entwicklung auf den Devisenmärkten der neunzehn an der Konzertation beteiligten Länder im November und während der ersten Dezembertage 1992 .....</b>	<b>1</b>
<b>III. Verlängerung des Mechanismus der erneuerbaren Swaps im EWS .....</b>	<b>1</b>
<b>IV. Erneuerung der Swapvereinbarungen mit der Norges Bank .....</b>	<b>2</b>
<b>V. Bilaterale Vereinbarungen zwischen Bankenaufsichtsbehörden der Gemeinschaft über die Umsetzung der zweiten Bankrechts-Koordinierungsrichtlinie .....</b>	<b>2</b>
<b>VI. Überwachung der wirtschafts- und währungspolitischen Entwicklung in der EG .....</b>	<b>3</b>
1. Referat von Herrn Saccomanni, Vorsitzender des Unterausschusses "Devisenpolitik" (Überwachung) .....	3
2. Referat von Herrn Borges, Vorsitzender des Unterausschusses "Geldpolitik" .....	5
3. Referat von Herrn Rey, Vorsitzender des Ausschusses der Stellvertreter .....	8
4. Diskussion des Ausschusses .....	9
<b>VII. Vorarbeiten für den Übergang zur Endstufe der WWU .....</b>	<b>17</b>
<b>VIII. Weitere Fragen innerhalb der Zuständigkeit des Ausschusses .....</b>	<b>17</b>
1. Austausch von Mitarbeitern zwischen den EG-Zentralbanken .....	17
2. Einstellung eines Telekommunikationsexperten .....	17
3. Bevorstehender Jahresbericht des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten .....	17
4. Zusammenarbeit zwischen der Arbeitsgruppe für EG-Zahlungsverkehrssysteme und dem unter der Schirmherrschaft der drei europäischen Bankenverbände geschaffenen Europäischen Normungsausschuss der Banken.....	18
5. Vorstellung des ersten Jahresberichts des Ausschusses der Präsidenten bei der Plenarsitzung des Europäischen Parlaments .....	18
<b>IX. Zeit und Ort der nächsten Sitzung .....</b>	<b>18</b>

Teilnehmerliste

Bevor er zur Tagesordnung kommt, gibt der Vorsitzende bekannt, dass die Zentralbankpräsidenten bei der Sitzung im kleinen Kreis, die vor der jetzigen Sitzung abgehalten wurde, beschlossen haben, Herrn Duisenberg für eine Amtszeit von einem Kalenderjahr mit Wirkung vom 1. Januar 1993 zum Vorsitzenden des Ausschusses zu ernennen. Bei etwaigen Fragen von Journalisten wird der Vorsitzende klarstellen, dass die Ernennung von Herrn Duisenberg in keiner Weise als Indiz für die Empfehlung anzusehen ist, die der Ausschuss zu einem späteren Zeitpunkt hinsichtlich der Ernennung eines Präsidenten des EWI abgeben wird. Ferner weist der Vorsitzende darauf hin, dass Herr Lagayette von seinem Amt als Vizegouverneur der Banque de France zurückgetreten und somit nicht mehr deren Vertreter im Ausschuss der Stellvertreter ist; er ersucht darum, Herrn Lagayette die Wertschätzung der Zentralbankpräsidenten für seinen Beitrag zur Arbeit der Stellvertreter zu übermitteln.

Herr Duisenberg dankt seinen Kollegen für das Vertrauen, das sie ihm mit seiner Ernennung aussprechen.

#### **I. Billigung des Protokolls der 270. Sitzung**

Der Ausschuss billigt das Protokoll der 270. Sitzung.

#### **II. Verabschiedung des Ausschussberichts an die EG-Finanzminister über die Entwicklung auf den Devisenmärkten der neunzehn an der Konzertation beteiligten Länder im November und während der ersten Dezembertage 1992**

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

#### **III. Verlängerung des Mechanismus der erneuerbaren Swaps im EWS**

Um das Fortbestehen des Mechanismus der erneuerbaren Swaps im EWS über das im Beschluss der Zentralbankpräsidenten vom 11. Dezember 1990 festgelegte Auflösungsdatum vom 13. März 1993 hinaus zu gewährleisten, beschliessen die Zentralbankpräsidenten gemäss Artikel 20.1 des Abkommens vom 13. März 1979 zwischen den EWG-Zentralbanken über die Funktionsweise des EWS (im folgenden das "EWS-Abkommen" genannt) in der durch die Akten vom 10. Juni 1985 bzw. 10. November 1987 geänderten Fassung:

- dass die in Artikel 17.3 und 18a.4 des EWS-Abkommens erwähnten Swaps am 13. März 1993 nicht aufgelöst werden;

- dass dieser Swapmechanismus für weitere zwei Jahre fortgesetzt wird, an deren Ende die Swaps, sofern nicht einstimmig ein entgegengesetzter Beschluss gefasst wird, aufgelöst werden.

Während dieses Zeitraums, also bis zum 13. März 1995, gelten für diesen Mechanismus dieselben Bestimmungen des EWS-Abkommens, jedoch unter dem Vorbehalt, dass die Zentralbankpräsidenten einstimmig beschliessen können, diesen Zeitraum zu verkürzen und den Mechanismus zu modifizieren, sollten vor dem 13. März 1995 noch andere als die im Vertrag über die Europäische Union vorgesehenen institutionellen Veränderungen im Währungsbereich stattfinden.

Überdies ersucht der Ausschuss den Vorsitzenden, den Präsidenten des ECOFIN-Rats brieflich über den Beschluss der Zentralbankpräsidenten zu unterrichten; ein Entwurf dieses Schreibens ist vom Sekretariat versandt worden.

#### **IV. Erneuerung der Swapvereinbarungen mit der Norges Bank**

Herr Rey erklärt, die Stellvertreter seien bei ihrer Sitzung am Vortag informiert worden, dass die Swapvereinbarung der Norges Bank mit der Deutschen Bundesbank am 20. November 1992 für den Gesamtbetrag von DM 1 Mrd. aktiviert worden sei. Dies sei dem Unterausschuss "Devisenpolitik" nicht bekannt gewesen, als er die Erneuerung der bilateralen Swapvereinbarungen für ein weiteres Jahr zu den derzeitigen Bedingungen empfohlen habe. Dennoch schlagen die Stellvertreter vor, der Empfehlung des Unterausschusses "Devisenpolitik" Folge zu leisten. Es sei jedoch gesagt worden, dass die Interventionspolitik der Norges Bank geklärt werden sollte. Die Stellvertreter haben zur Kenntnis genommen, dass das jährliche Treffen mit Gouverneur Skånland eine Gelegenheit zur Erörterung dieser Frage bieten werde.

Der Ausschuss billigt den Vorschlag der Stellvertreter.

#### **V. Bilaterale Vereinbarungen zwischen Bankenaufsichtsbehörden der Gemeinschaft über die Umsetzung der zweiten Bankrechts-Koordinierungsrichtlinie**

Herr Quinn erklärt, das Begleitmemorandum, das mit dem Entwurf des vorgeschlagenen Kommuniqués versandt worden sei, erläutere teilweise die Hintergründe für den Vorschlag, dass die Zentralbankpräsidenten ein Kommuniqué herausgeben sollten. Zwar liefere die zweite Bankrechts-Koordinierungsrichtlinie den rechtlichen Rahmen und die allgemeinen Grundsätze, doch habe der Unterausschuss einen Bedarf für eine Einigung über die praktische Umsetzung dieses Rechts gesehen, insbesondere bezüglich der Aufsicht über in anderen Mitgliedstaaten niedergelassene Geschäftsstellen von Banken. Eine erste Idee, eine bilaterale Mustervereinbarung zu verfassen, welche die Beziehungen zwischen allen EG-Bankenaufsichtsbehörden regeln würde, erwies sich als nicht durchführbar, angesichts der Unterschiede der nationalen Rechtssysteme und der unterschiedlichen Präferenzen der Mitgliedstaaten. Es musste daher eine Reihe von bilateralen Vereinbarungen ausgehandelt werden, welche das Verhältnis zwischen den Aufsichtsbehörden des Mutter- und des Gastlands bei der Umsetzung der EG-Richtlinie regeln; diese Verhandlungen seien praktisch abgeschlossen. Bei seiner Novembersitzung habe der Unterausschuss die Frage geprüft, ob alle diese

bilateralen Vereinbarungen veröffentlicht werden sollten. Einige Länder wünschten dies; eine der Vereinbarungen sei schon mit der Zustimmung beider beteiligter Parteien veröffentlicht worden. Andere Länder hätten gegenüber diesem Vorgehen eher Bedenken und hätten es vorgezogen, die Auswirkungen für die Aufsicht ihren Banken auf andere Weise bekanntzugeben. Der Unterausschuss ist zur Ansicht gelangt, es sollten nicht alle Vereinbarungen veröffentlicht werden; er empfiehlt jedoch den Zentralbankpräsidenten, ein Kommuniqué herauszugeben. Der Entwurf dieses Kommuniqués enthält im wesentlichen zwei Botschaften: Erstens wird dem Bankgewerbe und dem Publikum bekanntgegeben, dass der Vorbereitungsprozess für den europäischen Binnenmarkt bei den Bankdienstleistungen sowohl auf legislativer als auch auf administrativer Ebene abgeschlossen sei; zweitens werden Zusicherungen betreffend die Aufsicht über die Geschäfte der EG-Banken unter der neuen Regelung gegeben. Da ferner Sir Leon Brittan im Lauf der folgenden Woche eine öffentliche Erklärung abgeben wird, in der er die Umsetzung der Richtlinie als ein Signal begrüßen wird, dass der europäische Binnenmarkt auf diesem Gebiet beginnt, würde nach Ansicht der Unterausschusses ein Kommuniqué der Zentralbankpräsidenten in einem ähnlichen Sinne die Botschaft ergänzen und bekräftigen.

Der Ausschuss billigt das Kommuniqué im Wortlaut des Entwurfs und ersucht Herrn Quinn und das Sekretariat, seine Veröffentlichung mit der Kommission zu koordinieren.

Herr Ciampi stellt fest, er hoffe, dass es später einmal möglich sein werde, das jetzt abgeschlossene Netz bilateraler Vereinbarungen durch eine einheitliche, multilaterale Vereinbarung zu ersetzen.

## **VI. Überwachung der wirtschafts- und währungspolitischen Entwicklung in der EG:**

- monatliche Überwachung der kurzfristigen Entwicklungen;**
- Ex-ante-Verfahren zur Prüfung der geldpolitischen Zielvorgaben für 1993 im gemeinschaftlichen Rahmen der Überwachung der Geldpolitik;**
- Jahresüberblick über Entwicklungen im Europäischen Währungssystem.**

### **1. Referat von Herrn Saccomanni, Vorsitzender des Unterausschusses "Devisenpolitik" (Überwachung)**

Die Überwachungsgruppe hat ihre Aufmerksamkeit nach einer kurzen Diskussion über die Aussichten des US-Dollars auf die Situation im EWS konzentriert. Die Gruppe hat vermerkt, dass die seit langem erwartete Erholung der US-Wirtschaft, für die es nun deutliche Anzeichen gibt, nicht von dem erwarteten Wertzuwachs des US-Dollars begleitet werde; Verkäufe zur Gewinnmitnahme bremsen seinen Auftrieb. Verschiedene Gründe sind genannt worden, um diese Entwicklungen zu erklären, u.a.: anhaltende Spannungen im EWS, verbunden mit der Erwartung fester deutscher Zinssätze, sowie Unsicherheiten über die Politik der US-Regierung, namentlich die Aussicht, dass die Regierung Clinton gegenüber einem umfassenden "Deficit spending"-Programm eher zurückhaltend

sein könnte. Diese Faktoren haben dazu beigetragen, dass die US-Zinssätze stabil geblieben sind. Da jedoch die Konjunktur sich in der nächsten Zeit in den USA rascher als in der übrigen industrialisierten Welt beschleunigen dürfte, ist ein stärkerer Dollar vielleicht nur eine Frage der Zeit.

Die Spannungen im EWS-Wechselkursmechanismus hielten auch nach dem Realignment der Peseta und des Escudo am 22. November an. Die Marktteilnehmer rechneten offenbar noch immer mit weiteren Kursanpassungen, selbst bei Ländern mit guten Eckdaten, und dürften diese Erwartungen in der derzeitigen Lage des langsamen Wachstums und der hohen Zinsniveaus, die zur Bekämpfung der Währungsspekulation erforderlich sind, weiter beibehalten. Die Märkte haben die Ereignisse in Schweden zur Kenntnis genommen, wo die Entschlossenheit, die Zinspolitik aggressiv einzusetzen, durch die binnenwirtschaftlichen Auswirkungen ausgehöhlt wurde.

Vor diesem allgemeinen Hintergrund hat die Gruppe die Situation der einzelnen Währungen beleuchtet. In Spanien und in Portugal waren die Märkte nach der Leitkursanpassung ruhig: Die Marktzinssätze veränderten sich kaum, und die Paritätenänderung wurde als angemessen angesehen. In Spanien waren die Massnahmen zur Bekämpfung der Spekulation gut aufgenommen worden, und die Zusammensetzung der spanischen Wirtschaftspolitik wurde als besser ausgewogen angesehen. In Portugal blieb der Escudo, bei dem kurz vor der Leitkursanpassung leichte Kurseinbussen in Kauf genommen worden waren, im folgenden stabil nahe dem oberen Rand des neuen erweiterten EWS-Kursbandes. Dies war durch Interventionen auf den Geld- und Devisenmärkten erreicht worden, mit denen eine Sanktionierung der Spekulation und die Beibehaltung des antiinflationären geldpolitischen Kurses angestrebt worden waren. Nach der Leitkursanpassung konzentrierten sich die Spannungen auf das irische Pfund, die dänische Krone und den französischen Franc. Eine gewisse Spannung hatte sich hauptsächlich aus der beeinträchtigten Glaubwürdigkeit des EWS-Wechselkursmechanismus und den Auswirkungen der Kursfreigabe der schwedischen Krone ergeben, aber auch binnenwirtschaftliche Faktoren spielten mit. Insbesondere waren in Frankreich Unsicherheiten aufgetaucht, als die Politik des "Franc fort" von einigen Politikern in den Debatten im Vorfeld der Parlamentswahlen vom kommenden März in Frage gestellt wurde. Der Anstieg der Arbeitslosenzahlen auf über 3 Millionen und die französische Position in den GATT-Verhandlungen waren ebenfalls Quellen von Spannungen. Auch die Diskussionen über die Aussichten für die währungspolitische Zusammenarbeit im EWS-Wechselkursmechanismus trugen zu der Unsicherheit bei, und die Aussicht, dass eine neue engere Schwankungsmarge zwischen dem französischen Franc und der D-Mark geschaffen werden könnte, veranlasste den Markt, den angenommenen neuen Limitkurs von FF 3,40 für die D-Mark auf die Probe zu stellen. Die Spannungen konnten durch den Einsatz sämtlicher in der Übereinkunft von Basel/Nyborg vorgesehenen Instrumente in Grenzen gehalten werden; die Instrumente wurden in unterschiedlichem Ausmass benutzt, wobei in Irland und Dänemark Zinserhöhungen eine vergleichsweise stärkere Rolle spielten und Interventionen eine grössere Rolle in Frankreich.

Die Situation der Länder mit stärkeren Währungen wurde ebenfalls untersucht. Was Deutschland anbelangt, sieht die Deutsche Bundesbank keinerlei Spielraum bei der Steuerung der Geldpolitik, angesichts des andauernden Überschliessens der Geldmengenziele und einer trotz

abflachender Konjunktur enttäuschenden Entwicklung bei den Preistendenzen. Eine vorsichtige Haltung bei der Geldmengensteuerung wird auch im Hinblick auf die Unsicherheiten als nötig erachtet, die in Deutschland hinsichtlich der Preiswirkungen der für den kommenden Januar vorgesehenen Mehrwertsteuererhöhung, der bevorstehenden Lohnverhandlungen und des Ergebnisses der Haushaltdebatte bestehen. Die Märkte rechnen nicht mehr damit, dass die Leitzinssätze bei der nächsten Sitzung des Zentralbankrats der Bundesbank gesenkt werden könnten, und die kurzfristigen Marktsätze haben angezogen, womit sie teilweise einen traditionellen Anstieg zum Jahresende vorwegnehmen. Solche Tendenzen, wenn auch in geringerem Ausmass, sind auch in Belgien und den Niederlanden beobachtet worden, trotz einer geringfügigen Herabsetzung des Satzes für Vorschüsse, welche die beiden Zentralbanken Mitte November vornahmen.

Bei den Währungen mit freier Kursentwicklung haben sich die erneuten Spannungen ungünstig für die italienische Lira ausgewirkt, obgleich die Inflationsrate unter 5 % gesunken ist und sich die Handelsbilanz verbessert hat; diese verzeichnete im Oktober einen kleinen Überschuss, verglichen mit einem grossen Defizit im Oktober 1991. Die griechische Drachme wurde nur begrenzt in Mitleidenschaft gezogen, und als sich die Märkte stabilisierten, wurden die Einschränkungen für die Termingeschäfte der Banken aufgehoben. In dem Kursanstieg des Pfund Sterling spiegeln sich Gewinnmitnahmen nach seinen Einbussen im September, Kapitalzuflüsse aus Hongkong und die besseren wirtschaftlichen Aussichten in Grossbritannien wider.

## **2. Referat von Herrn Borges, Vorsitzender des Unterausschusses "Geldpolitik"**

Im derzeitigen Umfeld von Marktturbulenzen und noch nie dagewesener Instabilität im EWS muss das Ex-ante-Verfahren vermehrt qualitativer Natur sein; obwohl genaue Prognosen entwickelt worden sind, empfiehlt sich angesichts starker Unsicherheitsfaktoren in jedem Szenario ein vorsichtiger Umgang mit dem Zahlenmaterial. Im Hintergrund dieses Ex-ante-Verfahrens dominierten nach wie vor dürftige Wachstumsergebnisse und enttäuschende Inflationsentwicklungen. Während des Jahres 1992 blieben die wirtschaftlichen Aussichten ausserhalb der Gemeinschaft schwach, während die Inlandsnachfrage in der Gemeinschaft immer gedrückter wurde. Die Hartnäckigkeit der Konjunkturflaute hat zu einer ernstlichen Vertrauenskrise geführt, vor allem in den Ländern, in denen eine grosse staatliche oder private Verschuldung unter Umständen eine Rückkehr zu normalem Ausgabenverhalten verhindern oder verzögern könnte. Die Fortschritte bei der Inflationsbekämpfung bleiben begrenzt, in einigen Ländern wegen starken Lohnwachstums, in anderen wegen Steuererhöhungen oder anderen fiskalischen Faktoren. In den Geldmengenentwicklungen zeigten sich starke Gegensätze, mit langsamem Geldmengenwachstum in den Ländern mit schwacher Konjunktur und Inflation und raschem Wachstum anderswo. In Deutschland konnte das übermässige Geldmengenwachstum auch mit hohen kurzfristigen Zinssätzen nicht gebremst werden.

Die Zielkonflikte, die durch den Kampf gegen die Inflation in einem sich verschlechternden konjunkturellen Umfeld entstehen, waren der zentrale Faktor in der Krise im EWS-Wechselkursmechanismus in den vergangenen drei Monaten. Die Unsicherheiten im Zusammenhang mit der Rati-

fizierung des Vertrages von Maastricht hatten das Vertrauen in die Entschlossenheit der Länder, Konvergenz in Richtung Preisstabilität herzustellen, untergraben; dies wurde noch verstärkt durch fehlende Konsequenz bei dem vorrangigen Ziel des Ankerlandes, die Teuerung zu bekämpfen. In den Augen der Marktteilnehmer war eine Leitkursanpassung unvermeidlich geworden. Die Paritätenänderung fand in einer gespannten Atmosphäre statt, und sie hätte sogar zu noch schlimmeren Vertrauensproblemen führen können, da die währungspolitische Glaubwürdigkeit stark erschüttert worden war; da massive Interventionen vorgenommen worden waren, wurden die Schwierigkeiten der Geldmengenkontrolle noch verschärft. Die Krise des EWS-Wechselkursmechanismus hat deutlich die Notwendigkeit rechtzeitiger und nötigenfalls kräftiger Erhöhungen der Zinssätze als wirksamstes Mittel zur Verteidigung einer unter Druck geratenen Währung gezeigt. Die Fähigkeit oder Bereitschaft, die Zinssätze anzuheben, sind jedoch von Land zu Land unterschiedlich. Das Ausmass der Unabhängigkeit der Zentralbank ist in dieser Beziehung ein wichtiger Faktor, aber wirtschaftliche und finanzielle Faktoren schaffen oft zusätzliche Zwänge bei den Zinssätzen, insbesondere in Ländern mit sehr hoher Verschuldung; wenn Zinsänderungen auf dem Geldmarkt sich sehr rasch auf alle oder die meisten Finanzinstrumente niederschlagen, könnte die Verteidigung einer Währung mittels der Zinspolitik nicht glaubwürdig sein.

Wenn Leitkursanpassungen unvermeidlich werden, sollten sie so frühzeitig wie möglich vorgenommen werden; häufige Leitkursanpassungen haben freilich auch ihre Nachteile. Überdies sind Leitkursanpassungen nutzlos oder sogar kontraproduktiv, wenn sie nicht von adäquaten Massnahmen zur Wiederherstellung der Stabilität begleitet werden. Eine Folge der Krise ist, dass die monetären Bedingungen nun beträchtlich auseinanderlaufen; nur die Wiederherstellung des Vertrauens in das Paritätengitter könnte bewirken, dass die Zinssätze wieder konvergieren.

Die Aussichten für 1993 bleiben düster. Das Wachstum wird weiterhin schwach bleiben, und die Haushaltsdefizite werden sich in mehreren Ländern - teilweise als Folge davon - beträchtlich ausweiten. Man rechnet damit, dass die Inflation hoch bleibt, deutlich über den Niveaus von 1986 bis 1988 und weit von der Preisstabilität entfernt. Es gibt vielversprechende Anzeichen einer Mässigung bei den Löhnen, aber weitere Erhöhungen indirekter Steuern sowie der Kursanstieg des US-Dollars dürften die Preise in die Höhe treiben. Der Unterausschuss betont, dass die Geldpolitik weiterhin auf die Erzielung und Bewahrung der Preisstabilität ausgerichtet sein muss; dies ist jedoch mit inflationsfreiem Wachstum nicht unvereinbar. Eine mittelfristig orientierte Geldpolitik sollte eine gewisse Wachstumserholung im Jahre 1993 gestatten. In der Tat impliziert im Falle einer bedeutenden Verlangsamung des nominalen Wachstums die Festsetzung von Geldmengenzielen in der Regel, dass die Zinssätze sinken werden. Monetärer Aktivismus, der in Versuchen zur Feinsteuerung der Wirtschaft besteht, ist kontraproduktiv und zu vermeiden. Die Kontinuität des geldpolitischen Kurses in der Gemeinschaft ist zwar wünschenswert, doch sollten die monetären Zielvorgaben den erhöhten wirtschaftlichen und monetären Unsicherheiten Rechnung tragen. In Deutschland muss sich das Wachstum der Geldmenge verlangsamen. Die Bestimmung der Zielvorgabe für 1993 wird besonders schwierig sein, angesichts des Überschliessens im laufenden Jahr und der Hartnäckigkeit einiger

besonderer Faktoren. Der Unterausschuss hat die möglichen Vorteile einer Ausweitung des Zielkorridors vermerkt. In den Ländern mit niedriger Inflation, deren Währungen unter Druck stehen, sollte die Wiederherstellung der Glaubwürdigkeit der Wechselkurse erste Priorität geniessen; dies würde erheblichen Gewinn durch geringere Zinsabstände mit sich bringen. Die Volkswirtschaften Spaniens und Portugals erleben eine Abkühlung, aber die Teuerung bleibt ein Problem. Eine straffe Politik, vor allem im Haushaltbereich, wird erforderlich sein, um die inflationären Folgen der kürzlichen Leitkursanpassung in Grenzen zu halten. Die Länder ausserhalb des EWS-Wechselkursmechanismus verfügen über mehr geldpolitische Autonomie; sie werden sich alle auf monetäre Zielvorgaben stützen. In Italien und Grossbritannien enthält die starke Abwertung der Währung ein beträchtliches Inflationspotential, dem mit einer vorsichtigen Geldpolitik zu begegnen ist.

Schwierig abzuschätzen ist, ob die Geldpolitiken der EG-Länder miteinander vereinbar sind. Die jüngsten Leitkursanpassungen mögen verlorene Wettbewerbsfähigkeit wiederhergestellt und damit eine mögliche Spannungsquelle beseitigt haben; die Geldpolitik und andere wirtschaftspolitische Bereiche müssen nun weitere Einbussen an Wettbewerbsfähigkeit verhüten. Die Bereitschaft der Länder im schmalen Kursband, die Zinssätze zur Verteidigung ihrer Währung einzusetzen, weist darauf hin, dass in Zukunft Kompatibilitätsprobleme vermieden werden könnten; es könnten jedoch Spannungen im Zusammenhang mit den schwersten Fällen schwacher Konjunktur wieder auftreten. Die Geldpolitik der Länder ausserhalb des EWS-Wechselkursmechanismus kann nicht als ohne Einfluss auf die Stabilität der Länder im Mechanismus angesehen werden; sie sollte daher entschlossen auf langfristige Preisstabilität ausgerichtet sein, was zu Wechselkursstabilität und einem erfolgreichen Wiederbeitritt zum Wechselkursmechanismus führen würde.

Schliesslich konzentrierte sich der Unterausschuss im Bemühen, die Hauptrisiken bei den Aussichten für 1993 zu erkennen, auf die Möglichkeit einer noch deutlicheren wirtschaftlichen Abkühlung in der Gemeinschaft, welche die bestehenden Zielkonflikte noch verschärfen würde. In einem solchen Fall würde eine mittelfristig ausgerichtete Geldpolitik normalerweise den angemessenen Rückgang der Zinssätze auslösen, wobei aber ein ernstliches Problem entstünde, wenn das Geldmengenwachstum, vielleicht angeheizt durch hartnäckige Teuerung, stark bliebe. Eine verfrühte Lockerung der Geldpolitik oder mangelnde Haushaltsdisziplin können auch nicht ausgeschlossen werden; die Folgen für die mittelfristigen Inflationsaussichten in der Gemeinschaft wären gravierend. Überdies besteht eine klare Möglichkeit, dass die Wechselkursspannungen im EWS anhalten, da selbst Währungen mit guten Eckdaten angreifbar bleiben. Der Unterausschuss hat die günstigen Wirkungen aller Massnahmen unterstrichen, die die Glaubwürdigkeit der Wechselkurse stärken. Die jüngsten starken Wertebussen einiger Währungen werden jedoch Inflationsdruck erzeugen; selbst wenn dieser erst auf mittlere Sicht spürbar wird, sollte die Geldpolitik vorsichtig bleiben.

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

Die Geldpolitik hat sich im vergangenen Jahr grossen Herausforderungen gegenübergesehen; 1993 dürfte kaum leichter werden, da sich die kurzfristigen Wachstumsaussichten der Gemeinschaft verschlechtern, ohne dass im Ankerland ein signifikanter Inflationsabbau zu erwarten ist. Die Stellvertreter sind vom Vertreter der Kommission über die in Betracht gezogene Wachstumsinitiative unterrichtet worden, deren Zweck darin besteht, das Vertrauen zu fördern, wobei vorbehaltlos der begrenzte Spielraum anerkannt wird, über den die Mitgliedstaaten derzeit verfügen. Vor diesem Hintergrund schliessen sich die Stellvertreter ausdrücklich einer der Schlussfolgerungen des Ex-ante-Berichts an, dass nämlich jeglicher Versuchung, die Geldpolitik feinzusteuern, entschlossen zu widerstehen sei. Allgemein war man der Ansicht, dass die Geldpolitik klar auf eine mittelfristige Perspektive der Preisstabilität auszurichten sei, um das Vertrauen in den EWS-Wechselkursmechanismus wieder herzustellen; jedes Abweichen von diesem Kurs könnte sich als kontraproduktiv erweisen und zu weiterer Instabilität auf den Devisenmärkten führen.

Aus der Diskussion der Stellvertreter sind fünf Hauptpunkte hervorgegangen. Erstens stimmten die meisten Stellvertreter der Ansicht zu, dass angesichts der Inflationsaussichten in Deutschland kaum eine Wahl bezüglich der allgemeinen Ausrichtung der deutschen Geldpolitik besteht; es wird die Aufgabe des Zentralbankrats der Deutschen Bundesbank sein, dies in ein angemessenes Geldmengenziel umzusetzen. Technische Fragen in bezug auf die Verlässlichkeit des derzeitigen Aggregats M3 als Indikator für die deutsche Geldpolitik wurden aufgeworfen, und es wurde betont, dass letztendlich das Verhalten der Preise am wichtigsten sein werde. Unbestritten war, dass eine frühzeitige Lockerung der Geldpolitik nicht opportun wäre, solange die Inflation hartnäckig bleibt. Zweitens war man sich weitgehend einig, dass in den Ländern, in denen die Währung unter Abgabedruck gekommen war, die zinspolitischen Massnahmen, die man zum Schutz der Währung ergriffen hatte, nicht zu schnell oder wenigstens nicht vollständig aufgehoben werden sollten; das Zinsgefälle wird in absehbarer Zukunft wahrscheinlich ziemlich gross bleiben müssen, selbst in Ländern mit starken Fundamentaldaten, aber empfindlicher Währungsposition. Drittens dürfte die Geldpolitik in den Ländern angefochten werden, in denen die Zinssätze auf einem - bezogen auf die gedrückte Konjunktur und den Umfang der Arbeitslosigkeit - hohen Niveau gehalten werden. Unter solchen Umständen sind klare Prioritäten bekanntzugeben; wenn ein Risiko besteht, dass sie als nicht vereinbar mit der Stabilität des EWS-Wechselkursmechanismus erscheinen, sollten die entsprechenden Konsequenzen frühzeitig gezogen werden, bevor der Druck des Marktes das Resultat diktiert. Viertens sollten Regierungen, wenn sie entschlossen sind, einen stabilen Wechselkurs zu halten und dafür die Zinssätze einzusetzen, davon absehen, den Märkten Signale zu senden, die indirekt ihre eigene Glaubwürdigkeit untergraben. Wiederholte Forderungen nach einer allgemeinen Zinssatzsenkung im eigenen - oder auch einem anderen - Land führten nur dazu, Zweifel an der Tragbarkeit des Zinsniveaus im eigenen Land zu wecken. Mehrere Stellvertreter schliessen sich der Aussage des Ex-ante-Berichts an, dass die Unabhängigkeit der Zentralbank sich stark auf die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik auswirken kann. Fünftens müssen in den Ländern, die ihre Mitgliedschaft beim EWS-Wech-

selkursmechanismus suspendiert haben, geeignete Wege gefunden werden, um die mit der Währungsabwertung verbundenen Inflationsrisiken zu minimieren. In Grossbritannien wird dies durch Festsetzung einer Inflationszielvorgabe geschehen; in Italien wird man den Geldmengen eine Vorrangstellung einräumen. In Griechenland werden bei der Basisinflation erhebliche Fortschritte erzielt, und von nun an wird man grösseres Gewicht auf den Wechselkurs legen, da im haushaltspolitischen Bereich Fortschritte verbucht werden.

Abschliessend haben die Stellvertreter festgestellt, dass - angesichts der Unsicherheiten, mit denen das jetzige Ex-ante-Verfahren behaftet ist - die Geldpolitik in den Mitgliedstaaten während des Jahres 1993 mit höchster Aufmerksamkeit zu beobachten ist.

#### 4. Diskussion des Ausschusses

Herr Schlesinger erklärt, der von Herrn Borges vorgelegte Ex-ante-Bericht beschreibe die gegenwärtige Situation und die im Laufe des Jahres entstandenen Probleme sehr gut; der für 1993 vorgeschlagene Ansatz verdiene Unterstützung. Preisstabilität müsse weiterhin oberstes Ziel bleiben, dies stehe nicht im Widerspruch zu der notwendigen Förderung des Wirtschaftswachstums, und die mittelfristigen Massnahmen sollten nicht aufgegeben werden. Diese Ziele seien richtig, es werde aber nicht leicht sein, sie zu verwirklichen. Die Ansichten der Überwachungsgruppe, des Unterausschusses "Geldpolitik" und der Stellvertreter würden dem Zentralbankrat der Deutschen Bundesbank nützlich sein, wenn er in zwei Tagen zusammentrete, um das Geldmengenziel für 1993 festzulegen und zu überlegen, ob Änderungen der Geldpolitik vorgenommen werden sollten.

Herr de Larosière sagt, er stimme den Berichten an den Ausschuss in den meisten Punkten zu. Ohne an das globale Ziel der mittelfristigen Preisstabilität rühren zu wollen, das er unterstütze, hätte er es aber dennoch gern gesehen, wenn der Bericht von Herrn Borges ein wenig mehr Verständnis für die volkswirtschaftlichen Gegebenheiten in einigen Ländern hätte erkennen lassen, in denen ein Anstieg der Arbeitslosigkeit beobachtet werde und auch 1993 verzeichnet werden würde. In Frankreich gebe es keinen Inflationsdruck, aber es herrsche zunehmend Besorgnis wegen der schwachen Konjunktur. Die Teuerung liege aufs Jahr umgerechnet derzeit bei 2,5 %; am Jahresende werde eine Rate von 2 % erwartet. Die französische Geldpolitik werde sich 1993 am Ziel der mittelfristigen Stabilität ausrichten, wodurch eine konjunkturelle Erholung nicht behindert werde. Dies werde sich wiederum positiv auf die Preis- und Kostenentwicklung auswirken, da dadurch eine solide Finanzpolitik erleichtert und der aus der geringen Kapazitätsauslastung resultierende Kostendruck reduziert werde. Das Wachstumsziel für M3 werde in Frankreich 1993 ähnlich ausfallen wie 1992. Wenn man die Gefahr einer zu frühen Lockerung der Geldpolitik zu sehr betone, könne dies ausserdem kontraproduktiv wirken. Wiederhole man ständig, dass die Zinssätze hoch bleiben müssten, so stärke dies die Zuversicht der Unternehmer nicht. Die französischen Zinsen seien hoch genug, um einen stabilen Wechselkurs zu gewährleisten. Die französischen Währungsbehörden hätten bei den Anspannungen im September nicht gezögert, das Zinsinstrument einzusetzen, und die Zinsen - insbesondere am kurzen Ende des Marktes - seien ohne Zögern erhöht worden, als der französische Franc erneut unter

Druck geraten sei. Bei seiner bevorstehenden jährlichen Pressekonferenz zur Geldpolitik werde er hervorheben, dass die Geldpolitik in Frankreich auf die Verminderung der Inflation gerichtet sei, aber bemüht sein werde, das Wirtschaftswachstum zu fördern.

Zur Situation in Italien erklärt Herr Ciampi, die Banca d'Italia sei bestrebt, die inflationären Effekte der Abwertung zu begrenzen; bisher habe sie damit Erfolg. Die rückläufige Preisentwicklung in Italien sei durch die Abwertung nicht unterbrochen worden; gemessen am Index der Verbraucherpreise liege die Inflation auf Jahresbasis gerechnet derzeit bei unter 5 %. Das Inflationsziel für 1993 sei ein Durchschnitt von 4,5 %; dies liege über dem ursprünglichen Ziel, sei aber noch immer ehrgeizig, wenn man berücksichtige, in welchem Masse die italienische Lira abgewertet worden sei. Mehrere Faktoren dürften dazu beitragen, die Preis- und Kosteneffekte der Abwertung abzuschwächen. Erstens habe die Abwertung der Lira zu einem Zeitpunkt stattgefunden, da die Nachfrage schwach gewesen sei, und habe die Neigung zu Ausgaben für Konsumgüter weiter vermindert. Zweitens habe die den jüngsten Spannungen vorausgegangene lange Periode der Wechselkursstabilität es den Arbeitgebern und Gewerkschaften in Italien ermöglicht, zu der wichtigen Einigung über die Abschaffung der Lohnindexierung ("scala mobile") zu gelangen. Drittens sei die Geldpolitik in Italien sehr hart; die Wachstumsziele für M2 lägen zwischen 5 % und 7 %, wobei die Geldmenge im Augenblick mit rund 5 % zunehme. Der derzeitige Kurs der Geldpolitik werde fortgesetzt, obwohl man sich bewusst sei, dass die Zinsen immer noch zu hoch seien. Da sich die Produktion in Italien verlangsamt und immer mehr Kapazitäten ungenutzt blieben, stimme er Herrn de Larosière zu, dass die Inflation unter diesen Umständen durch eine Belebung der Konjunktur und eine Produktivitätssteigerung bekämpft werden könne. Was den EWS-Wechselkursmechanismus betreffe, so werde es nicht leicht sein, den Glaubwürdigkeitsverlust wieder wettzumachen. Es sei im Interesse der unter Druck geratenen Währungen und des Systems als Ganzem, wenn solchem Druck widerstanden werden könne. Die Glaubwürdigkeit des Systems könne nur wiederhergestellt werden, wenn die Währungsbehörden der Mitgliedstaaten einen besseren Zusammenhalt demonstrierten. Wenn eine Währung unter Druck gerate, sollten alle Mitglieder des Systems sie unterstützen, entweder durch koordinierte Interventionen oder durch koordinierte zinspolitische Massnahmen. Die Mitgliedstaaten sollten eine konsequente Geldpolitik mit wohldefinierten Zielen verfolgen, aber nötigenfalls sollten die Zinsen in angemessener Weise angehoben bzw. gesenkt werden, um Angriffen auf bestimmte Währungen zu begegnen, ohne allerdings den allgemeinen geldpolitischen Kurs aufzugeben.

Der Vorsitzende bittet Herrn Christophersen, die von der Kommission erstellte Wachstumsprognose für die Gemeinschaft im Jahr 1993 zu skizzieren.

Herr Christophersen geht kurz auf das Diskussionspapier ein, das die Kommission im Hinblick auf den Gipfel in Edinburgh für die britische Präsidentschaft vorbereitet hat. Die Kommission erwarte für 1993 ein Wachstum zwischen 1 % und 1,5 %; er persönlich glaube allerdings, es werde näher an 1 % oder sogar darunter liegen. Ausserdem werde die Arbeitslosigkeit, die in vielen Mitgliedstaaten Anlass zur Besorgnis sei, bei über 11 % liegen; Ende 1993 werde sie möglicherweise ihren höchsten Stand seit dem Zweiten Weltkrieg erreichen, während die Kapazitätsauslastung in der

Industrie auf 79 % oder darunter sinken werde. Das Papier der Kommission unterscheide zwischen dem, was die einzelnen Mitgliedstaaten tun könnten, und dem, was die Gemeinschaft tun könne. In den einzelnen Mitgliedstaaten sollte der Weg für eine Zinssenkung geebnet werden, auch wenn noch immer Inflationsgefahren erkennbar seien. Der Umfang der Lohnerhöhungen werde in einer Anzahl von Mitgliedstaaten ein entscheidender Faktor sein, da er die Inflationserwartungen beeinflusse. Die Verminderung der Lohnforderungen in Deutschland im Verlauf des vergangenen Jahres gebe Anlass zur Hoffnung. In der Fiskalpolitik bestehe anscheinend nicht viel Spielraum. Die Länder, die noch über Spielraum verfügten, nutzten diesen bereits, um die automatischen Stabilisatoren wirken zu lassen, zumindest auf der Einnahmenseite, wie dies in Frankreich der Fall sei. In anderen Ländern habe sich das Defizit so ausgeweitet, dass die Bewegungsfreiheit gleich null sei. Die Kommission empfehle den Mitgliedstaaten in ihrem Papier, darüber nachzudenken, wie sie öffentliche Ausgaben auf Investitionen umlenken könnten, wengleich dies schwierig sei, da dann die laufenden Ausgaben - etwa für Sozialtransfers, Löhne und Gehälter im öffentlichen Dienst und staatliche Hilfeleistungen - begrenzt werden müssten, was politische und soziale Fragen aufwerfen würde. Es gebe jedoch keine andere Möglichkeit, als die verfügbaren Ressourcen in anderer Weise einzusetzen; dies sollte koordiniert erfolgen. Eine Anzahl von Ländern hätten Programme geschaffen, deren Ziel die Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit, die Privatisierung von Staatsbetrieben und die Beseitigung von Verkrustungen am Arbeitsmarkt sei; einige dieser Programme würden erfolgreich durchgeführt, andere verliefen weniger überzeugend. Die Gemeinschaft müsse sich dagegen vor allem auf die Strukturanpassung konzentrieren. Es könne von grossem Nutzen sein, wenn die Verwirklichung des Binnenmarktes beschleunigt werde, und die Gemeinschaft könne ihre eigenen Ausgaben umstrukturieren, indem sie einige Forschungsausgaben stärker dem Markt annähere und mehr für Aus- und Fortbildung ausbe. Darüber hinaus habe die Kommission an einer Vereinbarung mit einer Anzahl von Geschäftsbanken und der Europäischen Investitionsbank gearbeitet, die zum Ziel habe, einen besonderen Investitionsfonds zu gründen, aus dem Kreditgarantien zur Unterstützung der Finanzierung von kleinen und mittleren Unternehmen und von Investitionen in Hochtechnologieprojekte gewährt werden sollten. Es würden Garantien von ECU 6 Mio. über zwei oder drei Jahre zur Verfügung gestellt, deren Umfang die Wachstumsraten nicht direkt beeinflussen werde, aber psychologisch von Bedeutung sei. Die Kommission prüfe ferner den Gedanken ihres Präsidenten, dass die Gemeinschaft Kredite in Höhe von ECU 5 Mrd. am Markt aufnehmen könnte, um zur Finanzierung von Infrastrukturprojekten in Ost- und Mitteleuropa beizutragen. Es wäre für die Mitgliedstaaten vorteilhafter, Projekte mittels Krediten mit EG-Garantie zu finanzieren, nicht zuletzt aufgrund des "Triple-A"-Rating der Gemeinschaft. Es sei wichtig, dass die Gespräche beim bevorstehenden Gipfeltreffen in Edinburgh keine unrealistischen Erwartungen weckten; sie sollten vielmehr als Teil eines kontinuierlichen Prozesses gesehen werden. Ausserdem sollte die Gemeinschaft so bald wie möglich engen Kontakt zu der neuen Regierung der Vereinigten Staaten herstellen; eine erste Untersuchung lasse darauf schliessen, dass die Politik der Clinton-Regierung in der Gemeinschaft ein zusätzliches Wachstum von bis zu 0,5 Prozentpunkten entstehen lassen könne, wengleich es noch viele Unsicherheitsfaktoren gebe, so

z.B. die künftige Richtung der Dollarkursentwicklung und die Frage, wie die Geldpolitik in den USA aussehen werde, wenn eine expansivere Finanzpolitik betrieben werden sollte. Schliesslich müsse die multilaterale Überwachung offener erfolgen.

Zu Herrn Christophersens Bemerkung über die multilaterale Überwachung meint Herr Christodoulou, das wichtigste Element bei den Gesprächen müsse die Realwirtschaft sein. Bisher habe man sich eher auf monetäre, fiskalische und finanzielle Aspekte konzentriert, ohne deren Auswirkungen auf die Realwirtschaft ausreichend zu berücksichtigen. Zu den Wirtschaftsaussichten und der Wirtschaftspolitik in Griechenland bemerkt er, bei der Reduzierung der Inflation und der Haushaltsungleichgewichte seien Fortschritte erzielt worden. Die Inflation gehe stetig, wenn auch langsam, zurück. Den Prognosen nach werde sie am Jahresende nur noch 15 % betragen, nachdem sie im Dezember 1991 noch bei 18 % gelegen hatte. Dass die Teuerungsrate sich so langsam vermindere, hänge damit zusammen, dass zur Bekämpfung des Haushaltsdefizits beträchtliche indirekte Steuern, vor allem auf Brennstoffe, eingeführt worden seien; schätzungsweise mache dies bei der Preisentwicklung 4 Prozentpunkte aus. Mit Hilfe einer Mässigung bei den Lohnerhöhungen im öffentlichen Sektor sowie einer strafferen Finanzpolitik wolle man die Inflationsrate bis Ende 1993 auf unter 10 % senken. Der griechische Staatshaushalt, der in der Vorwoche dem Parlament vorgelegt worden sei, gehe von einem Überschuss im Primärhaushalt von 5 % des BIP und einem Finanzierungsbedarf von insgesamt 8 % des BIP aus. Auch die schwache Wirtschaftsentwicklung werde zur Dämpfung der Inflation beitragen. Das Wirtschaftswachstum werde in Griechenland 1993 voraussichtlich niedriger ausfallen als im Ex-ante-Report veranschlagt; Gründe hierfür seien die restriktive Wirtschaftspolitik im Inland sowie die hinter den Erwartungen zurückbleibende Auslandsnachfrage. Die hartnäckige Konjunkturschwäche und die steigende Arbeitslosigkeit in der Gemeinschaft seien Grund zur Besorgnis, da sich ihre Effekte in einer Volkswirtschaft wie der griechischen multiplizierten. Die Geldpolitik sei 1992 restriktiv geblieben, was an den steigenden Realzinsen und der mässigen Kreditausweitung im Inland sichtbar werde. Andererseits habe sich das Wachstum der Geldmenge in weiter Abgrenzung im August auf eine Jahresrate von fast 19 % beschleunigt und damit das Ziel von 9-12 % weit überschritten, was auf eine deutliche Verbesserung der Leistungsbilanz, erhebliche Kapitalzuflüsse in der ersten Jahreshälfte und eine Verringerung der Zinsdifferenz zwischen Bankeinlagen und Staatstiteln zurückzuführen sei. In den letzten Monaten sei das Geldmengenwachstum jedoch zurückgegangen; hierfür seien ein Zinsanstieg bei Schatzwechseln, ungünstige Entwicklungen an den Devisenmärkten und kontinuierliche Geldmarktinterventionen der griechischen Notenbank verantwortlich gewesen. 1993 werde die Geldpolitik weiterhin auf die Inflationsbekämpfung ausgerichtet sein; für die Geldmenge in weiter Abgrenzung werde ein Wachstumsziel von rund 10 % festgesetzt. Gleichzeitig werde man sich bei der Inflationsbekämpfung in stärkerem Masse der Wechselkurspolitik bedienen. Es werde notwendig sein, die Realzinsen 1993 weiterhin auf hohem Niveau zu halten. Die erwartete Verbesserung des "policy mix" dürfte jedoch bewirken, dass die Zinsen sich - inflationsbereinigt - langsam von ihrer jüngsten Rekordhöhe herunterbewegen würden. Der derzeitige Kurs der Wirtschaftspolitik und der Geldpolitik sei mit den Zielen des griechischen Konvergenzprogramms für 1993 vereinbar. Ob die

mittelfristigen Ziele in Griechenland und anderen Ländern der Gemeinschaft erreicht würden, werde jedoch in hohem Masse von der innen- und aussenpolitischen Entwicklung abhängen.

Herr Beleza erklärt, die wirtschaftspolitische Ausrichtung in Portugal stehe mit dem Konvergenzprogramm des Landes im Einklang. Es werde erwartet, dass das Haushaltsdefizit um über 1 Prozentpunkt des BIP auf nahe 3 % gesenkt werden könne; man hoffe, dass die portugiesische Regierung das Schwergewicht auf die Begrenzung der laufenden Ausgaben legen werde. Die Staatsquote liege derzeit nahe 60 % und werde weiter zurückgehen. Von besonderer Bedeutung seien die Tarifverhandlungen mit den Beschäftigten im öffentlichen Dienst, da diese nicht zuletzt richtungweisend für die Verhandlungen in der bevorstehenden Lohnrunde sein würden. Es sei entscheidend, dass die antiinflationäre Ausrichtung der Geldpolitik und die Politik der Wechselkursstabilität beibehalten würden. Dies bedeute, dass man die zinspolitischen Konsequenzen akzeptieren müsse, doch man hoffe, dass die Zinsdifferenzen sich in naher Zukunft vermindern würden. Portugal werde sich weiterhin an die Vereinbarungen von Basel/Nyborg halten und sei der Auffassung, dass dies der beste Beitrag sei, den es zur Stärkung der Glaubwürdigkeit des EWS-Wechselkursmechanismus leisten könne. Schliesslich werde die vor kurzem angekündigte Abschaffung der letzten noch verbliebenen Kapitalverkehrsbeschränkungen wie geplant stattfinden; dies sollte kein Grund zur Beunruhigung sein.

Herr Duisenberg erklärt, die Niederlande träten - ebenso wie andere Länder - in eine Phase sehr langsamen Wirtschaftswachstums ein. Es werde erwartet, dass das BIP im laufenden Jahr um rund 1,25-1,5 %, 1993 um nicht mehr als 1,5 % zunehmen werde. Das Defizit im Staatshaushalt im Zwölfmonatszeitraum bis November habe sich jedoch zum ersten Mal seit 20 Jahren auf 2,8 % des BIP vermindert. Die Inflationsrate habe Mitte Oktober bei 3 % gelegen; hierbei schlage zu Buche, dass die Regierung eine für den 1. Januar 1993 geplante Senkung der Mehrwertsteuer auf den 1. Oktober 1992 vorgezogen habe, und man erwarte, dass die Inflation dank der Effekte dieser Senkung sowie der Steigerung des realen Aussenwerts des holländischen Guldens auf unter 3 % zurückgehen werde. Bei langfristigen Zinsen von 7,5 % und leicht unter dem deutschen Niveau liegenden kurzfristigen Zinsen werde nicht erwartet, dass die Höhe der Zinsen der wirtschaftlichen Erholung im Wege stehen werde. Der wichtigste Beitrag, den der monetäre Bereich zur Gesundung der Konjunktur leisten könne, sei die Wiederherstellung des Vertrauens in das Paritätengitter und den WWU-Prozess; es gebe eine gewisse Gefahr, dass die Inflationsraten in der Gemeinschaft auseinanderliefen, statt sich einander anzunähern, insbesondere mittelfristig. Angesichts der in den meisten Ländern - trotz der Konjunkturabschwächung und der in vielen Fällen zu beobachtenden Haushaltsdefizite - hartnäckigen Inflation müsse man mit Änderungen der geldpolitischen Strategie vorsichtig sein; insbesondere die Geldpolitik im Ankerland müsse am Ziel der Preisstabilität ausgerichtet bleiben. Im Ex-ante-Bericht werde zu Recht betont, dass rechtzeitige und nötigenfalls erhebliche Ausweitungen der Zinsdifferenzen das wirksamste Mittel zur Bekämpfung eines Drucks der Märkte auf die Wechselkurse seien. Der Spielraum hierfür sei jedoch durch wiederholte öffentliche Kritik an der Zinspolitik, insbesondere in Deutschland, eingeengt worden. Diese Kritik sei kontraproduktiv, denn die Märkte hätten zu zwei-

feln begonnen, ob die Währungsbehörden in der Lage und willens seien, ihre jeweiligen inländischen Zinsen anzuheben und hohe Zinsdifferenzen aufrechtzuerhalten, wenn dies erforderlich sei, um Anspannungen an den Märkten zu begegnen. Es sei möglicherweise nützlich, die Minister vor ihren Gesprächen beim Gipfel in Edinburgh hierauf hinzuweisen.

Herr Schlesinger bemerkt, wenn man die Notwendigkeit der Stabilität der Ankerwährung betone, müsse man auch die sich daraus ergebenden Konsequenzen für die Geldpolitik akzeptieren. Die Situation in den letzten eineinhalb Jahren sei durch die ständige Erwartung einer Senkung der deutschen Zinsen kompliziert worden, der die Deutsche Bundesbank mit Ausnahme einer Rücknahme um einen Prozentpunkt im September nicht habe nachkommen können. Was den Satz im Ex-ante-Bericht betreffe, "wenn Leitkursanpassungen unvermeidlich werden, dann sollten sie so früh als möglich vorgenommen werden, um den Aufbau von Spannungen zu vermeiden, die erhebliche Kosten für die Länder unter Abwertungs- und unter Aufwertungsdruck nach sich ziehen", so frage er sich, ob man dieser Verantwortung gut genug nachgekommen sei. Er stimme mit Herrn Ciampi überein, dass die Glaubwürdigkeit des EWS wiederhergestellt werden müsse, wisse aber nicht, was in diesem Zusammenhang unter "symmetrischen Massnahmen" zu verstehen sei. Wenn die Ankerwährung im Hinblick auf Geldmengenwachstum und Preisniveau stabil sein solle, so dürfe das Land der Ankerwährung seine Zinsen nicht um der "Glaubwürdigkeit des Wechselkursmechanismus" willen senken. Die deutsche Geldmenge M3, die in den ersten acht Monaten 1992 mit einer Jahresrate von fast 8,5 % zugenommen habe, sei derzeit um 10 % grösser als vor einem Jahr. Die Beschleunigung des M3-Wachstums sei weitgehend die Folge der massiven Pflichtinterventionen, die sich nicht nur auf die Liquidität der Banken expansiv auswirkten - ein Effekt, der neutralisiert werden könne -, sondern auch auf den Geldbestand der Nichtbanken. Zwar hätten einige Stellvertreter die Zuverlässigkeit von M3 als Indikator in Frage gestellt, doch auch alle anderen Indikatoren zeigten, dass die Geldmengenexpansion in Deutschland zu stark sei. Dies gelte selbst dann noch, wenn man Sonderfaktoren berücksichtige, wie z.B. die Tatsache, dass der Bargeldumlauf derzeit mit einer Rate von 12,5 % zunehme, was wohl auf Abflüsse privaten Kapitals infolge der Einführung einer Zinsabschlagsteuer zurückzuführen sei. Auch ohne diesen Sonderfaktor würde das Geldmengenwachstum das für 1992 festgelegte Ziel von 3,5-5,5 % weit überschreiten. Das Zinsinstrument könne seine Wirkung nicht voll entfalten, da ein beträchtlicher Teil der Kreditexpansion in Deutschland durch Zinssubventionen begünstigt werde. Bei der Formulierung des Geldmengenziels für 1993 würden verschiedene Faktoren zu berücksichtigen sein: das Wachstumspotential (rund 3 %), der tolerierbare mittelfristige Preisanstieg (2 %), der Liquiditätsüberhang aus dem laufenden Jahr, die Veränderung der Geldumlaufgeschwindigkeit als Folge der grösseren Geldnachfrage in Ostdeutschland im Vergleich zu Westdeutschland sowie möglicherweise die Preissteigerungen aufgrund der Anhebung der Mehrwertsteuer. Unter den gegebenen Umständen müsse man daher mit Zinssenkungen vorsichtig sein, um die Geldmengenexpansion nicht noch mehr zu begünstigen. Auch was die Löhne und Preise betreffe, herrschten keine idealen Bedingungen: Die Inflationsrate, die derzeit unter 4 % liege, werde bis Februar 1993 auf gut 4 % steigen, und die Löhne dürften effektiv um rund 4 % höher liegen. Insgesamt wäre es für die

Deutsche Bundesbank hilfreich, wenn sie ihre Entscheidungen über mögliche Zinssenkungen treffen könnte, ohne unter so starkem Druck von seiten anderer Zentralbanken und der Politik zu stehen.

Herr Ciampi stellt fest, vor dem Hintergrund der drei jüngsten Realignments fürchte er, dass eine weitere Leitkursanpassung zum Zusammenbruch des Systems führen könnte; es müsse alles getan werden, um dies zu verhindern. Wenn die Paritäten im System einmal als angemessen erachtet würden, sei es die Aufgabe aller Mitglieder des Systems, sie zu verteidigen. Ein besserer Zusammenhalt würde die Notwendigkeit von Interventionen vermindern, denn wenn die Märkte begriffen, dass das Paritätengitter von allen Mitgliedern, die zu seiner Verteidigung bereit seien, für angemessen gehalten werde, werde es weniger Angriffe auf die Mitgliedswährungen geben. Von mehreren Ländern statt von einem einzelnen Land vorgenommene Interventionen zur Verteidigung des Paritätengitters seien glaubhafter und würden bewirken, dass insgesamt weniger Interventionen zur Stabilisierung der Wechselkurse erforderlich seien. Darüber hinaus sollten Änderungen der kurzfristigen Zinssätze koordiniert werden. Zinserhöhungen in Ländern mit schwachen Währungen sollten von Zinssenkungen in Hartwährungsländern begleitet werden.

Herr Verplaetse erklärt, die Wirkung der automatischen Stabilisatoren habe das belgische Haushaltsdefizit 1992 tendenziell vergrößert; trotzdem habe Standard and Poor's dem Königreich Belgien zum ersten Mal das "Triple-A"-Rating verliehen. Die Einkommenspolitik sei in Belgien von grosser Bedeutung gewesen, und auch in Deutschland müsse eine solche Politik eine grössere Rolle spielen. Die Pflichtinterventionen der belgischen Notenbank hätten 47 % der monetären Basis des Landes entsprochen. Dies habe die Geldmengensteuerung erschwert und ausserdem zu erheblichen Reservenverlusten geführt. Bei der Erörterung der Probleme des EWS dürfe nicht vergessen werden, dass auch die Gläubigerländer mit Schwierigkeiten zu kämpfen hätten.

Herr Christophersen erklärt, die Mitglieder könnten nicht davon abgehalten werden, die Zinsen zu erörtern, aber er stimme Herrn Schlesinger zu, dass es falsch wäre, wenn die Politiker einfach den Schluss zögen, dass die Zinsen gesenkt werden müssten. Sie sollten sich darauf konzentrieren, welchen Beitrag sie leisten könnten, um den Weg für Zinssenkungen zu ebnen; darauf sei auch in dem Papier der Kommission an Schatzkanzler Lamont hingewiesen worden. Ausserdem sei die Senkung der Zinsen eine Vorbedingung, die aber als solche nicht mehr ausreiche, damit höhere Investitionen getätigt würden, da so viele Unternehmen darauf bedacht seien, ihre Verschuldung zu reduzieren, und die Industriekapazitäten in den meisten Mitgliedstaaten nicht voll ausgenutzt seien.

Herr Doyle unterstützt die Äusserungen von Herrn de Larosière und Herrn Ciampi. Wenn es ein System geben solle, müsse jedes Mitglied seiner Verantwortung gegenüber diesem System nachkommen. Er erkenne die Schwierigkeiten an, denen sich Herr Schlesinger bei der Erwägung von Zinssenkungen gegenübersehe, doch es müsse möglich sein, eine grössere Symmetrie bei der Bekämpfung spekulativer Angriffe vorzusehen, statt dass nur ein Land seine Zinsen beträchtlich anhebe, während andere Länder in dieser Hinsicht überhaupt keinen Beitrag leisteten. Es müsse irgendeine Möglichkeit geben, das Halten harter Währungen zum Erzielen kurzfristiger Spekulationsgewinne weniger attraktiv zu machen und damit die Massnahmen von Ländern mit schwachen Währungen zu

unterstützen. Er fügt hinzu, niemandem würden Kosten entstehen, wenn konzertierte, einander ergänzende Erklärungen abgegeben würden, um Währungen zu stützen, die trotz solider Fundamentaldaten unter Druck geraten seien; statt dessen seien im September und Oktober in einer Anzahl von Ländern Erklärungen abgegeben worden, die an den irischen Finanzmärkten enormen Schaden verursacht hätten.

Herr de Larosière erklärt, er habe es zwar nicht öffentlich gesagt, aber die Aufgabe, die Inflation so gering wie möglich zu halten, würde durch eine gewisse Senkung der deutschen Zinsen erleichtert werden. Die Rückführung im September habe er erfreut zur Kenntnis genommen, aber es dürfe nicht der Eindruck vermittelt werden, dass es für eine sehr lange Zeit keine weiteren Zinssenkungen geben werde. Ohne Erwartungen in zeitlicher Hinsicht wecken zu wollen, sollte nicht die Hoffnung zunichte gemacht werden, dass bei einer günstigeren Lohnentwicklung und angesichts der deutschen Konjunkturflaute ein gewisser Spielraum für Zinssenkungen bestehe, ohne dass die Preisstabilität gefährdet werde. Er stimme Herrn Verplaetse zu, dass die Lohnpolitik von grosser Bedeutung sei; die deutschen Währungsbehörden hätten den Lohnentwicklungen in der Vergangenheit nicht genügend Aufmerksamkeit geschenkt. Weitere Schwachstellen in Deutschland seien der Kurs der Finanzpolitik und der Grad der Kreditsubventionierung durch den Bund. Letzten Endes würden davon auch andere Länder direkt in Mitleidenschaft gezogen, da Deutschland als Land der Ankerwährung die Zinsstruktur im System bestimme. Es reiche daher nicht, zu erklären, dass die Zentralbank eines Ankerlandes eine straffe Geldpolitik betreiben müsse; es sei die Aufgabe der anderen Länder, darauf hinzuweisen, dass in einem solchen Land auch andere Bereiche der Politik von Belang seien. Die Währung eines Landes mit einem mittelmässigen "policy mix" könnte von einigen vielleicht nicht als geeigneter Anker angesehen werden, und die Erfahrung mit anderen Systemen deute darauf hin, dass es schwierig sein würde, eine solche Situation aufrechtzuerhalten.

Zu den eingangs gemachten Bemerkungen Herrn de Larosières erklärt Herr Borges, der Unterausschuss "Geldpolitik" habe sich bemüht, einen ausgewogenen Bericht zu verfassen. Die Absicht sei nicht gewesen, sich in irgendeiner Weise gegen geringere Zinsen auszusprechen; der Bericht habe die Senkung der deutschen Zinsen im September sogar begrüsst und zum Ausdruck gebracht, dass eine angemessene Lockerung der Zinsen vorgenommen werden sollte, da die Konjunkturflaute stärker geworden sei. Es gehe vielmehr darum, ob diese Lockerung als Konsequenz der langfristigen Ausrichtung der Geldpolitik stattfinden sollte. Der Bericht habe deutlich zu machen versucht, dass die Zinsen in der Gemeinschaft mittelfristig am wirksamsten durch die Wiederherstellung der Glaubwürdigkeit der Wechselkurse gesenkt werden könnten und dass dieses Ziel mit einer zu starken Betonung von Zinssenkungen auf kurze Sicht wahrscheinlich nicht vereinbar sei.

## **VII. Vorarbeiten für den Übergang zur Endstufe der WWU**

Der Ausschuss nimmt den ersten Lagebericht des Sekretariats zu den Vorarbeiten zur Kenntnis.

## **VIII. Weitere Fragen innerhalb der Zuständigkeit des Ausschusses**

### **1. Austausch von Mitarbeitern zwischen den EG-Zentralbanken**

Der Ausschuss billigt den Vorschlag der Personalchefs, in die Rahmenbedingungen für das Austauschprogramm für Mitarbeiter von Zentralbanken eine Haftungsbestimmung aufzunehmen.

### **2. Einstellung eines Telekommunikationsexperten**

Herr Rey erinnert den Ausschuss daran, dass die Beschlussfassung über diesen Punkt verschoben worden sei, bis der Vorsitzende der Arbeitsgruppe für Informationssysteme den Bedarf für die Einstellung eines Telekommunikationsexperten für das Sekretariat geklärt habe. Herr Barroux, der Vorsitzende der Arbeitsgruppe, habe daraufhin überzeugend begründet, dass dieser Bedarf tatsächlich gegeben sei. Die Stellvertreter empfahlen dem Ausschuss daher, jetzt den Vorschlag der Arbeitsgruppe anzunehmen, die jetzige Regelung für den Cebamail-Koordinator um einige Monate zu verlängern und das Sekretariat zu bitten, die notwendigen Massnahmen zur Besetzung der freien Stelle im Sekretariat zu ergreifen.

Der Ausschuss unterstützt die Empfehlung der Stellvertreter.

### **3. Bevorstehender Jahresbericht des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten**

Herr Rey erklärt, die Stellvertreter hätten in Kurzform den Inhalt des bevorstehenden Jahresberichts sowie technische und finanzielle Fragen zu Herstellung und Verteilung erörtert. Was letzteres betreffe, so seien die Stellvertreter mit dem Sekretariat übereingekommen, dass eine grössere Abweichung vom letztjährigen Vorgehen eine Anzahl grösserer technischer Probleme aufwerfen würde, wahrscheinlich teurer wäre und möglicherweise die rechtzeitige Fertigstellung und Verteilung des Berichts gefährden würde. Abgesehen von der eher praktischen Überlegung, dass der Jahresbericht für das laufende Jahr der letzte sein werde, der unter der Schirmherrschaft des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten erstellt werde, spreche daher vieles dafür, wie im vergangenen Jahr vorzugehen sei, d.h. den Bericht wieder von den jeweiligen Zentralbanken aus dem Englischen in die übrigen acht Amtssprachen der EG übersetzen zu lassen und auch das äussere Erscheinungsbild des letztjährigen Berichts zu übernehmen; die Herstellung des Berichts würde wiederum zentral erfolgen und vom Sekretariat organisiert und überwacht werden. Wenn die Zentralbankpräsidenten dem zustimmen

sollten, bestünde dennoch Spielraum, die von den einzelnen Zentralbanken geleistete Übersetzungsarbeit besser zu koordinieren und die Kosten für die Übersetzung gerechter zwischen den Zentralbanken aufzuteilen. Die Stellvertreter würden untersuchen, ob die Übersetzungskosten auf der Basis des geltenden BIZ-Tarifs (sfr 175,- pro Seite) oder nach einer anderen Formel berechnet werden sollten.

Der Ausschuss billigt die Empfehlung der Stellvertreter.

**4. Zusammenarbeit zwischen der Arbeitsgruppe für EG-Zahlungsverkehrssysteme und dem unter der Schirmherrschaft der drei europäischen Bankenverbände geschaffenen Europäischen Normungsausschuss der Banken**

Herr Rey erklärt, die Stellvertreter stimmten dem Vorschlag Herrn Padoa-Schioppas in dessen Schreiben vom 1. Dezember 1992 an den Vorsitzenden des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten zu. Die Stellvertreter hätten jedoch die Überlegung angestellt, dass die Arbeit des Europäischen Normungsausschusses der Banken auch für andere Arbeitsgruppen von Interesse sein könnte. Die Stellvertreter hätten vorgeschlagen, die Zusammenarbeit mit diesem Ausschuss beim Sekretariat zentral zu organisieren und hierfür nicht jemanden von den EG-Zentralbanken auszuwählen.

Der Ausschuss billigt die Empfehlung der Stellvertreter.

**5. Vorstellung des ersten Jahresberichts des Ausschusses der Präsidenten bei der Plenarsitzung des Europäischen Parlaments**

Der Vorsitzende erklärt, er sei eingeladen worden, den ersten Jahresbericht des Ausschusses bei der Plenarsitzung des Europäischen Parlaments am 15. Dezember 1992 vorzustellen.

**IX. Zeit und Ort der nächsten Sitzung**

Die nächste Sitzung des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten findet am Dienstag, dem 12. Januar 1993, in Basel statt.

## 271. SITZUNG DES AUSSCHUSSES DER ZENTRALBANKPRÄSIDENTEN

8. DEZEMBER 1992

Anwesend sind:

Vorsitzender des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten

Herr Hoffmeyer

Banque Nationale de Belgique

Herr Verplaetse  
Herr Rey 1)  
Herr Michielsen

Danmarks Nationalbank

Frau Andersen  
Herr Hansen

Deutsche Bundesbank

Herr Schlesinger  
Herr Tietmeyer  
Herr Rieke

Bank of Greece

Herr Christodoulou  
Herr Papademos  
Herr Karamouzis

Banco de España

Herr Rojo  
Herr Linde  
Herr Durán

Banque de France

Herr de Larosière  
Herr Robert  
Herr Redouin

Central Bank of Ireland

Herr Doyle  
Herr Coffey  
Herr Reynolds

Banca d'Italia

Herr Ciampi  
Herr Dini  
Herr Santini

Institut Monétaire Luxembourgeois

Herr Jaans

De Nederlandsche Bank

Herr Duisenberg  
Herr Szász  
Herr Bakker

Banco de Portugal

Herr Beleza  
Herr Borges 2)  
Herr Bento

Bank of England

Herr Leigh-Pemberton  
Herr Crockett  
Herr Foot

Kommission der Europäischen Gemeinschaften

Herr Christophersen  
Herr Pons

Vorsitzender des Unterausschusses "Bankenaufsicht"

Herr Quinn

Vorsitzender des Unterausschusses "Devisenpolitik"

Herr Saccomanni

Sekretariat des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten

Herr Baer  
Herr Scheller  
Herr Viñals

---

1) Vorsitzender des Ausschusses der Stellvertreter.

2) Vorsitzender des Unterausschusses "Geldpolitik".