

PROTOKOLL*

DER 209. SITZUNG DES AUSSCHUSSES DER PRAESIDENTEN
DER ZENTRALBANKEN DER MITGLIEDSTAATEN
DER EUROPÄISCHEN WIRTSCHAFTSGEMEINSCHAFT
BASEL, DIENSTAG, 11. NOVEMBER 1986, 10 UHR

Anwesend sind: der Gouverneur der Bank of England und Ausschussvorsitzende, Herr Leigh-Pemberton, begleitet von den Herren Loehnis und Kirby; der Gouverneur der Banque Nationale de Belgique, Herr Godeaux, begleitet von den Herren Janson und Rey; der Gouverneur der Danmarks Nationalbank, Herr Hoffmeyer, begleitet von Herrn Mikkelsen; der Präsident der Deutschen Bundesbank, Herr Pöhl, begleitet von den Herren Gleske und Rieke; der Gouverneur der Bank von Griechenland, Herr Chalikias, begleitet von den Herren Papademos und Zarifopoulos; der Gouverneur der Banco de España, Herr Rubio, begleitet von den Herren Sánchez-Pedreño und Feito; der Gouverneur der Banque de France, Herr Camdessus, begleitet von den Herren Waitzenegger und Cappanera; der Gouverneur der Central Bank of Ireland, Herr Ó Cofaigh, begleitet von den Herren O'Grady Walshe und Reynolds; der Gouverneur der Banca d'Italia, Herr Ciampi, begleitet von den Herren Dini und Masera; der Präsident der Nederlandsche Bank, Herr Duisenberg, begleitet von den Herren Szász und Benard; der Gouverneur der Banco de Portugal, Herr Tavares Moreira, begleitet von Herrn Pego Marques; der Generaldirektor für Wirtschaft und Finanzen der Kommission der Europäischen Gemeinschaften, Herr Russo; der Sekretär des Währungsausschusses, Herr Kees; der Generaldirektor des Luxemburgischen Währungsinstituts, Herr Jaans. Zugegen sind ferner die Herren Raymond und Dalgaard, Vorsitzende der Expertengruppen. Ebenfalls anwesend sind der Generalsekretär des Ausschusses, Herr Morelli, und sein Beigeordneter, Herr Bascoul, sowie die Herren Scheller und Cook und die Herren Bockelmann und Dagassan.

* Endgültige, mit dem Text des Entwurfs identische Fassung, die in der Sitzung vom 9. Dezember 1986 gebilligt wurde.

I. Billigung des Protokolls der 208. Sitzung

Der Ausschuss billigt einstimmig das Protokoll der 208. Sitzung, vorbehaltlich einiger Aenderungen redaktioneller Art, die im endgültigen Text Berücksichtigung finden.

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

- Vorlage des Berichts über die Entwicklung an den Devisenmärkten der an der Konzertation beteiligten Länder im September und Oktober sowie in den ersten Novembertagen 1986 durch Herrn Dalgaard;
- Verabschiedung des Ausschussberichts an die Finanzminister der EG-Länder;
- Monatsstatistiken.

Herr Dalgaard kommentiert den dem Protokoll beigefügten Bericht und hebt einige seit Anfang September aufgetretene Besonderheiten hervor.

Herr Camdessus äussert einige Gedanken zur Vereinbarung zwischen Japan und den USA. Diese Vereinbarung sei ein (medien-)politisches Geschäft, bei dem die Japaner den Amerikanern zu bestmöglichen Bedingungen etwas verkauften, was sie aus innenpolitischen Gründen ohnehin zu tun gedachten, und bei dem auf amerikanischer Seite sich Wahlerwägungen mit ernsthafteren wirtschaftlichen Beweggründen vermischt haben mögen. Diese Vereinbarung könnte im Grunde von geringer Bedeutung sein, aber sie habe den Vorzug, die Aufmerksamkeit auf das Verhältnis zwischen Yen und ECU zu lenken. In Gleneagles hätten die EG-Länder einen wohldurchdachten Standpunkt zur Relation zwischen ECU, D-Mark und Dollar eingenommen, und das sei nützlich. Dagegen bestehe keine sehr klare Meinung zur Relation Yen-ECU. Beispielsweise hätten die Notenbankgouverneure nie darüber diskutiert, welche Haltung sie je nach dem Niveau einnehmen sollten, auf welchem sich das Kursverhältnis Yen-Dollar konsolidiert. Dieses Verhältnis könnte sich auf einem für die Stabilität des gesamten internationalen Währungssystems günstigen und nützlichen Kurs festigen, aber ebensogut auch auf einem Kurs, der zu einer Ueberflutung des europäischen Markts durch die japanischen

Handelsüberschüsse führt. Eine solche Frage verdiente, dass die Zentralbankpräsidenten darüber nachdenken, und man könnte vielleicht - ohne dass es dringlich sei - Herrn Dalgaard bitten, einen Beitrag zu diesem Thema vorzulegen.

Herr Ó Cofaigh erklärt, die Central Bank of Ireland haben den Geschäftsbanken gestattet, ihre "prime lending rates" um 4% anzuheben; mit dieser Massnahme sowie der Anhebung um 3 1/4% des Satzes für kurzfristige Zentralbankkredite bezwecke man, den neuen, Anfang August festgelegten Kurs des irischen Pfundes zu verteidigen.

Herr Pöhl kommt auf den sehr interessanten Diskussionsbeitrag von Herrn Camdessus zurück und ist ebenfalls der Meinung, die Entwicklung des Yen-Kurses müsse verfolgt werden. Es sei offensichtlich, dass die japanische Industrie versuche, ihre in den USA erlittenen Marktverluste durch Massnahmen in Europa auszugleichen. So hätten in Deutschland die Importe aus Japan in diesem Jahr um 18% zugenommen, während die Exporte in dieses Land nur um 10% gestiegen seien, und insgesamt seien die Importe etwa dreimal so hoch wie die Exporte. Europa laufe Gefahr, sich demnächst in einer ähnlichen Situation wie die Vereinigten Staaten in ihrer bilateralen Beziehung zu Japan wiederzufinden. Es sei daher angebracht, dafür zu sorgen, dass der Kurs des Yen gegenüber der ECU oder der einen oder anderen wichtigen Korbwährung genau verfolgt wird, und es wäre wünschenswert, dass sich der Yen gegenüber der europäischen Bezugsgrösse aufwerte. Nach seinem Höhenflug im Sommer habe der Yen jedoch Wertebussen in der Grössenordnung von 7 oder 8% in den letzten Wochen erlitten. Diese Entwicklung könne teilweise einer technischen Korrektur entsprechen, aber ganz gewiss zeige sich darin auch eine Absicht.

Herr Pöhl findet die amerikanische Politik sehr rätselhaft. In der Tat, welches Interesse können die Vereinigten Staaten an einer Wertebusse von nahezu 10% des Yen gegenüber dem Dollar im Lauf der letzten Wochen und einer Senkung der japanischen Zinssätze haben, wenn sie doch eigentlich das Gegenteil wünschen müssten? Man verstehe den Wunsch, das Wachstum der japanischen Wirtschaft zu verstärken, Mühe mache dagegen das Verständnis für die Konsolidierung eines rückläufigen Yen-Kurses mittels einer Medienoperation, und man frage sich, ob die amerikanische Politik einen stärkeren oder schwächeren Dollar, einen stärkeren oder schwächeren Yen zum Ziel hat. Was könne Europa tun, um die Kursrelation Yen-ECU zu

beeinflussen? Man könnte in Yen intervenieren, aber das wäre sehr schwierig. Ueberlegungen zu diesem Thema seien sicher nützlich.

Der Vorsitzende dankt den Herren Camdessus und Pöhl für das Aufwerfen der Yen-Frage und fordert Herrn Dalgaard auf, an einer der nächsten Sitzungen einige Ueberlegungen und vielleicht Ratschläge vorzulegen; er stellt fest, dass der Ausschuss den "Konzertationsbericht" verabschiedet, der wie üblich den Finanzministern der EG-Länder zugestellt werden wird.

III. Untersuchung der von der Expertengruppe unter dem Vorsitz von Herrn Dalgaard vorbereiteten Berichte:

- Bericht Nr. 56 über jüngste Entwicklungen bei der Verwendung der privaten ECU;
- Bericht Nr. 57 über Probleme im Zusammenhang mit der Aussetzung der amtlichen Kursfestsetzung in EG-Ländern;
- Mündlicher Bericht von Herrn Dalgaard über die Frage der Information bei Leitkursanpassungen.

Der Vorsitzende schlägt vor, zuerst den Bericht Nr. 57 zu behandeln, dann den mündlichen Bericht und schliesslich den Bericht Nr. 56.

1. Bericht Nr. 57

Herr Dalgaard erklärt, dass sich das Mandat der Experten auf die Frage beschränkte, ob die amtliche Kursfestsetzung ausgesetzt werden solle, sobald die Interventionspflichten suspendiert würden. Die Experten haben festgestellt, dass bisher Entscheidungen dieser Art immer in der Zuständigkeit der nationalen Organe belassen wurden, und sie sind der Ansicht, dass eine Aenderung sich nicht aufdrängt. In der Tat ist die Verschiedenartigkeit des institutionellen Rahmens der amtlichen Kursfestsetzung innerhalb der Gemeinschaft so gross, dass es nicht möglich wäre, allgemeine und einheitliche Entscheidungen zu treffen. Ueberdies scheint es nicht nötig, bei Suspendierung der Interventionspflichten die Aussetzung der amtlichen Kursfestsetzung vorzusehen. Eine solche Massnahme kann sich, je nach den Umständen und dem institutionellen Rahmen, als angebracht oder sogar nötig erweisen, aber sie würde punktuell bleiben. Die Gruppe kam

daher zum Schluss, dass jedes Land frei bleiben sollte, in diesem Bereich zu entscheiden; alle werden jedoch ermahnt, etwaige Auswirkungen eines nationalen Vorgehens auf die Partnerländer zu berücksichtigen.

Herr Dalgaard fügt hinzu, dass die den Experten anvertraute Untersuchung die Gelegenheit geboten habe, die nationalen Regelungen oder Bestimmungen über die amtliche Kursfestsetzung und die merklichen Unterschiede zwischen den Ländern besser kennenzulernen.

Herr Loehnis erklärt, die Stellvertreter begrüßten die im Bericht Nr. 57 gesammelten Informationen, insbesondere über den institutionellen Rahmen, die Verfahren und die Rolle der amtlichen Kursfestsetzung; sie schlossen sich den Schlussfolgerungen des Berichts an und empfehlen dessen Verabschiedung und Uebermittlung an den Währungsausschuss.

Herr Ciampi erklärt sich mit den Schlussfolgerungen von Bericht Nr. 57 einverstanden; er fragt sich jedoch, ob die Zentralbankpräsidenten nicht etwas weitergehen und anerkennen sollten, dass die Erfahrung des EWS gezeigt habe, dass es unter bestimmten Umständen notwendig oder nützlich sein könne, die Interventionspflichten auszusetzen, was eine Aussetzung der Sitzungen zur amtlichen Kursfestsetzung nach sich ziehen könne, aber ohne dass dies automatisch oder zwingend sei. Es gehe nicht darum, ein offizielles System für ein "opting out" vorzusehen, das in den Bestimmungen des EWS nicht existiert, sondern nur darum, die Verschiedenartigkeit der möglichen Umstände, Vorgehen und Verfahren festzustellen.

Der Vorsitzende stellt fest, dass der Ausschuss die Schlussfolgerungen des Berichts Nr. 57 annimmt und der Uebermittlung dieses Dokuments an den Währungsausschuss zustimmt.

2. Mündlicher Bericht von Herrn Dalgaard über die Frage der Information bei Leitkursanpassungen

a) Bericht von Herrn Dalgaard

Der Ausschuss der Präsidenten der Zentralbanken billigte in der Sitzung vom 9. September 1986 einen Vorschlag der Stellvertreter, die Expertengruppe solle gebeten werden, der Frage nachzugehen, zu welchem Zeitpunkt ein Land die Partnerländer über seine Entscheidung, das Verfahren zur Neufestsetzung der Leitkurse in Gang zu setzen, unterrichten sollte.

Die Gruppe hat diesen Punkt auf ihrem Treffen vom 16./17. Oktober 1986 erörtert. Das Ergebnis der Beratungen kann wie folgt zusammengefasst werden.

Obwohl das an die Experten gerichtete Ersuchen unmittelbar daraus resultierte, dass einige Länder beim Realignment im August 1986 sehr spät informiert worden waren, hat die Gruppe diesen konkreten Fall nicht erörtert. Statt dessen befasste sie sich ausschliesslich mit den allgemeinen Grundsätzen der Information im Zusammenhang mit einer Neufestsetzung der Leitkurse.

Die Gruppe stellte fest, dass die derzeit geltenden Regeln in dem Beschluss des Rates vom 21. April 1980, einer Note der Zentralbankpräsidenten der Gemeinschaft vom 13. Mai 1982 und einem Memorandum des Vorsitzenden des Währungsausschusses vom 4. Oktober 1982 enthalten sind. Ueber den richtigen Zeitpunkt der Unterrichtung über Leitkursneuordnungen findet sich die präziseste Regel im Memorandum des Vorsitzenden des Währungsausschusses, in welchem es heisst, dass unverzüglich und rechtzeitig zu informieren ist; spätestens - so das Memorandum - sollte die Absicht, einen Leitkurs zu ändern, bei Marktschluss (closure of exchange markets) am Freitag mitgeteilt werden. Der Begriff "Marktschluss" kann freilich unterschiedlich ausgelegt werden. Es ist in diesem Zusammenhang daran zu erinnern, dass alle EWS-Währungen in Europa bis zum frühen Abend gehandelt werden und sich der Handel dann in New York fortsetzt. Eine weite Auslegung dieses Begriffes würde somit auf erhebliche Verzögerungen hinauslaufen.

Die Gruppe war der Ansicht, dass verschiedene Gesichtspunkte miteinander in Einklang zu bringen sind. Auf der einen Seite wäre es sinnvoll, wenn die anderen Länder über eine bevorstehende Leitkursneuordnung so früh wie möglich informiert würden. Selbst ein begrenztes Realignment hat zumindest die Aenderung eines Wechselkurses in jedem Land zur Folge; überdies weiss man nicht im voraus, ob andere Länder die Gelegenheit wahrnehmen möchten, eine Leitkursänderung für ihre Währung vorzuschlagen. Deshalb sollte allen Ländern so viel Zeit wie möglich zur Festlegung ihrer Position gegeben werden. Eine unverzügliche Benachrichtigung wäre auch deshalb erwünscht, weil es äusserst schwierig sein kann, spät am Freitag, dem häufigsten Tag für Leitkursneufestsetzungen, die für die Entscheidungsfindung Verantwortlichen zu erreichen. Die Gruppe stellte fest, dass das neue Telekonferenzsystem der Zentralbanken, das im Herbst

1987 fertiggestellt sein wird, es erleichtern wird, sämtliche Zentralbankpräsidenten unverzüglich und gleichzeitig zu informieren.

Auf der anderen Seite war sich die Gruppe der Gefahr bewusst, dass die Information vorzeitig durchsickern kann, sobald sie den zwölf Mitgliedsländern und der Kommission übermittelt wird. Die Folgen eines solchen vorzeitigen Bekanntwerdens, das in der Vergangenheit erst lange Zeit nach Beendigung der offiziellen Interventionen eintrat, sind je nach Zeitpunkt der Indiskretion unterschiedlich. Die Gruppe kam zu der Erkenntnis, dass der entscheidende Zeitpunkt in diesem Zusammenhang die Beendigung der Pflichtinterventionen ist. Der Zeitpunkt ist in allen Partnerländern der gleiche, d.h. 16 Uhr Ortszeit in den kontinentaleuropäischen Ländern und 15 Uhr in Irland. Ein Durchsickern von Information vor diesem Zeitpunkt hätte ernste Folgen (hohe Interventionen zu alten Wechselkursen oder womöglich ein überhastetes Aussetzen der Pflichtinterventionen während der normalen Geschäftszeit). Man war sich daher einig, dass ein Land nicht verpflichtet ist, vor diesem Zeitpunkt die übrigen Länder zu informieren.

Hingegen gelangte die Gruppe zu der Ueberzeugung, dass unter normalen Umständen keine triftigen Gründe bestehen, den Informationsfluss zu den anderen Ländern über den Zeitpunkt hinaus, an dem die Interventionspflicht aufhört zu bestehen, zurückzuhalten. Die Folgen eines Durchsickerns von Information nach dem Zeitpunkt, bis zu dem gewöhnlich interveniert wird, sind begrenzt. Geschäfte mit den Währungsbehörden finden nicht statt, so dass es im Grunde genommen allein um die Gleichbehandlung aller Marktteilnehmer geht. Sichert Information durch, so breitet sich die Nachricht erfahrungsgemäss sehr rasch am ganzen Markt aus, und jegliche Diskriminierung ist nur von kurzer Dauer.

Einige Experten hielten allerdings an ihrer Auffassung fest, dass es darauf ankommt, die Geheimhaltung des Realignmentverfahrens zu wahren, da ein Durchsickern von Information vor der endgültigen Entscheidung das Ergebnis der Beratungen beeinträchtigen könnte. Andere Experten waren der Ansicht, man könne, halte man ein Durchsickern von Information für unvermeidbar, das Problem der Gleichbehandlung aller Marktteilnehmer dadurch lösen, dass man dem Markt zu einem vereinbarten Zeitpunkt mitteilt, das Verfahren einer Leitkursneufestsetzung sei beantragt worden.

Die Gruppe kam zu dem Schluss, dass das um ein Realignment nachsuchende Land darüber in der Regel kurz nach Abschluss der offiziellen Interventionen Mitteilung machen sollte. Ein solches Vorgehen würde allen beteiligten Parteien genügend Zeit lassen, sich auf das Realignmentverfahren vorzubereiten, während die Folgen eines eventuellen Durchsickerns von Information verhältnismässig begrenzt wären.

b) Referat von Herrn Loehnis

Die Stellvertreter haben den Bericht von Herrn Dalgaard diskutiert und sind dabei etwas weiter als das in der Tat beschränkte Mandat der Experten gegangen.

Die Stellvertreter äusserten zunächst ihr Einverständnis mit der Schlussfolgerung des Berichts, dass nämlich die Information über ein Realignment normalerweise von dem darum nachsuchenden Land kurz nach Beendigung der Pflichtinterventionen geliefert werden sollte. Drei Fragen sollten vielleicht nach der Leitkursneufestsetzung im August 1986 unterschieden werden.

Die erste Frage betrifft die Klarheit der für die Behandlung der Realignmentgesuche festgelegten Verfahren. In der Tat ist die Stelle im Memorandum vom Oktober 1982 über den Marktschluss der Devisenmärkte nicht klar, und die Experten schlagen in diesem Zusammenhang eine Interpretation vor, die von allen Stellvertretern gebilligt wird.

Die zweite Frage bezieht sich auf die Einhaltung der Verfahren; in sämtlichen Fällen einer Leitkursanpassung sind sie nämlich aus verschiedenen Gründen, einschliesslich der Abwesenheit einer Anzahl Verantwortlicher, wie z.B. in der Ferienzeit Anfang August 1986, nicht eingehalten worden. Die Experten haben angemerkt, dass das neue Telekonferenzsystem der Zentralbanken in Zukunft die Uebermittlung der Informationen in ähnlichen Fällen erleichtern sollte.

Bei der dritten Frage geht es um die tatsächliche Abhaltung einer Sitzung des Währungsausschusses, sobald eine Leitkursanpassung verlangt worden ist. Die Experten sind nicht aufgefordert worden, dieses Thema zu untersuchen, die Stellvertreter im übrigen auch nicht, dies um so mehr, als sie ja nicht die einzigen für diese Materie Zuständigen sind; sie haben jedoch anerkannt, dass grundsätzlich immer eine Zusammenkunft

des Währungsausschusses stattfinden sollte, welches auch die Bedeutung der Währung des um ein Realignment nachsuchenden Landes sei. Es können jedoch Umstände vorliegen, bei denen es nach Konsultierung aller Betroffenen von vornherein klar ist, dass durch ein tatsächliches Zusammentreten des Währungsausschusses nichts gewonnen werden könnte. Die Leitkursanpassung vom August 1986 wird als solcher Fall anerkannt, wenn auch die Art und Weise, wie sie behandelt wurde, zu wünschen übrig liess. In dieser Hinsicht wurde vermerkt, dass es bei zufriedenstellendem Funktionieren des neuen Telefonnetzes möglich sein sollte, den Währungsausschuss in Form einer Fernkonferenz zusammentreten zu lassen.

Abschliessend möchten die Stellvertreter noch die folgenden zwei Punkte erwähnen:

- Die derzeitige Praxis, nicht zu einem bestimmten Zeitpunkt über die Einleitung eines Realignmentsverfahrens zu informieren, sollte nicht geändert werden;
- es wird empfohlen, dass der mündliche Bericht von Herrn Dalgaard dem Währungsausschuss zugestellt und dort zu den Akten über die Realignmentsverfahren genommen wird.

c) Diskussion des Ausschusses

Herr Pöhl macht darauf aufmerksam, dass die künftige Verwendung des Telekonferenzsystems für Sitzungen des Währungsausschusses kaum möglich erscheint, da die Finanzministerien nicht an das Netz angeschlossen sind und in Deutschland die Regierung und die Zentralbank ihren Sitz nicht in der gleichen Stadt haben. Dagegen sollte das neue Netz, an das die Notenbankpräsidenten angeschlossen werden, für die Zentralbanken sehr nützlich sein und unter ihren Präsidenten eine bessere Konzertation und Uebermittlung von Informationen ermöglichen. Auf jeden Fall dürfe der Grundsatz, dass die Leitkursneufestsetzungen vorher im Währungsausschuss zu diskutieren seien, nicht aufgegeben werden, da man sonst Gefahr laufe, die Anpassungen von Paritäten zu banalisieren und zu unilateralen Transaktionen zu machen.

Der Vorsitzende erklärt, dass der fehlende Anschluss der Finanzministerien an das Telekonferenzsystem die Verantwortlichen dieser Ministerien nicht daran hindere, sich zu den Zentralbanken zu begeben, um

an einer Telefondiskussion teilzunehmen. Ein solches Verfahren könnte in bestimmten Fällen nützlich sein, aber die nationalen Gegebenheiten, müssten selbstverständlich berücksichtigt werden.

Der Vorsitzende stellt fest, dass der Ausschuss den Empfehlungen Herrn Dalgaards und der Stellvertreter und der Uebermittlung des mündlichen Berichts an den Währungsausschuss zustimmt.

3. Bericht Nr. 56 über jüngste Entwicklungen bei der Verwendung der privaten ECU

Der Vorsitzende ruft in Erinnerung, dass der Ausschuss die Expertengruppe unter dem Vorsitz von Herrn Dalgaard ersucht hatte, mindestens einmal pro Jahr Bericht über die Verwendung der privaten ECU zu erstatten, und dass der Bericht Nr. 56 der erste dieser Art ist. Er spricht Herrn Tavares Moreira seinen Dank dafür aus, dass er die Expertengruppe für ihre letzte Arbeitssitzung im Oktober in Lissabon empfangen hat.

Auch Herr Dalgaard dankt der Banco de Portugal für den ausgezeichneten Empfang und die perfekte Organisation der Sitzung in Lissabon; er legt kurz die wichtigsten Elemente des Berichts Nr. 56 vor, wobei er festhält, dass der Bericht den Zeitraum von Mitte 1985 bis Herbst 1986 abdeckt und von mehreren technischen Anlagen begleitet ist.

Herr Loehnis erklärt, die Stellvertreter hätten den Bericht geprüft und ihn interessant und sehr informativ gefunden. Sie seien damit einverstanden, dass die Hauptursache des verlangsamten Wachstums des privaten ECU-Marktes in der Instabilität des Kurses der ECU gegenüber den nationalen Währungen zu suchen sei; diese Instabilität sei unter anderem auf die Schwäche des Pfund Sterling und drei Leitkursanpassungen im EWS innerhalb von dreizehn Monaten zurückzuführen. In der Tat ergebe sich die Attraktivität der ECU eher aus der Stabilität der Wechselkurse innerhalb des Systems als umgekehrt, und daraus folge, dass die wirtschaftliche Konvergenz als entscheidender Faktor für die künftige Entwicklung der ECU erscheint.

Dass es nach der rasanten Expansion in den Jahren 1984/85 zu einer Pause gekommen sei, scheinere recht natürlich, und viele sähen darin eine Gelegenheit, die erzielten Fortschritte zu konsolidieren und einige Verfahren zu verbessern. Das im Oktober 1986 eingeführte neue Clearing-

System sei ein Beispiel dafür. Die wachsende Internationalisierung der ECU-Bankgeschäfte und die Tatsache, dass die ECU ihre relative Position im Bankkreditmarkt als Ganzes gehalten habe, werden als positive Elemente der Entwicklung der letzten zwölf Monate angesehen.

Im letzten Satz des Berichts kommen die Experten zu folgendem Schluss: "Die Entwicklung der ECU zu einem echten internationalen Tauschmittel hängt jedoch auch von der vermehrten Verwendung dieser Währungseinheit im internationalen Handel und offiziellen Massnahmen zur Verbesserung ihres Status und zum Ausbau ihrer Verwendung ab." Aufgrund dieses Schlusses empfehlen einige Stellvertreter die Aufhebung der verbleibenden Einschränkungen der Verwendung der ECU und Massnahmen zum Ausbau der Verwendung der offiziellen ECU und zur Annäherung der beiden ECU. In diesem Zusammenhang sei vermerkt worden, dass die private ECU von der Teilnahme des Pfund Sterling am Wechselkursmechanismus des EWS profitieren könnte.

Die Stellvertreter waren nicht überrascht, dass die Folgen der Verwendung der privaten ECU für die Zahlungsbilanz und die Wechselkurse in einem Zeitraum beschränkt blieben, in dem sich diese Verwendung nicht weiterentwickelt hat; sie sind jedoch der Meinung, dass man in diesem Bereich wachsam bleiben muss, falls sich die Expansion wieder beschleunigt. Es wurde auch angemerkt, dass eine vermehrte Verwendung der ECU als Interventionswährung (diese Verwendung ist zur Zeit sehr beschränkt) Auswirkungen haben könnte, insbesondere auf den Wechselkurs der kleineren Währungen.

Die Stellvertreter haben sich schliesslich mit zwei Verfahrensfragen befasst:

- Sie schlagen vor, dass das Mandat für eine jährliche Ueberprüfung bestätigt wird;
- Sie empfehlen, dass der Bericht Nr. 56 dem Währungsausschuss nach dem üblichen Verfahren, bei dem die Zentralbanken vor der Uebermittlung Aenderungen anbringen können, zugestellt wird.

Diesbezüglich muss daran erinnert werden, dass die Zahlen zu den Transaktionen und Guthaben der Zentralbanken in privater ECU (Tabellen 5.1 und 5.2 des Berichts Nr. 56) aus dem Bericht Nr. 55, der dem Währungsausschuss im Dezember 1985 zugestellt wurde, herausgenommen worden waren.

Der Vorsitzende stellt fest, dass der Ausschuss den Bericht Nr. 56 mit Interesse zur Kenntnis nimmt und dass er die Empfehlungen der Stellvertreter billigt, nämlich:

- die Bestätigung des Mandats für eine jährliche Ueberprüfung der Verwendung der privaten ECU;
- die Zustellung des Berichts Nr. 56 an den Währungsausschuss, wobei die Tabellen 5.1 und 5.2 herauszunehmen sind und die Zentralbanken noch Aenderungen vorschlagen können.

IV. Weiteres Vorgehen im Anschluss an die informelle Zusammenkunft der Finanzminister in Gleneagles

Herr Loehnis erklärt, dass die Stellvertreter gestern auf der Grundlage von zwei Texten gearbeitet haben: dem Entwurf, den das Sekretariat als Anlage zur Tagesordnung der Sitzung des Ausschusses vorgeschlagen hatte, und einem an der Sitzung von Herrn Szász vorgelegten Entwurf. Sie haben sich schliesslich auf einen dritten Text geeinigt, der die beiden Entwürfe kombiniert; dieser ist verteilt worden und wird den Zentralbankpräsidenten zur Annahme empfohlen.

Der Vorsitzende stellt fest, dass der Ausschuss mit dem Mandat an die Expertengruppe unter dem Vorsitz von Herrn Dalgaard in der von den Stellvertretern vorgeschlagenen Fassung einverstanden ist.

V. Richtlinienvorschlag zur Eigenmittelausstattung der Kreditinstitute

Der Vorsitzende erinnert daran, dass die Zentralbankpräsidenten im März sich dahingehend geäußert hatten, sie zögen es vor, wenn die Kommission in diesem Bereich die Form einer Empfehlung wählen würde. Die Kommission habe sich für eine Richtlinie entschieden, und der Ausschussvorsitzende habe hierüber sein Bedauern in einem an Kommissionspräsident Delors gerichteten Schreiben geäußert. Es sei wichtig, dass die Zentralbankpräsidenten ihr Interesse für eine Massnahme der Kommission bekundeten, mit der eine einheitliche Definition des Eigenkapitals der Kreditinstitute angestrebt werde. Die Tatsache, dass es sich hierbei um eine Richtlinie handle, der Gesetzeskraft zukomme und die in das geltende nationale Recht

zu übernehmen sei, werde die Zentralbankpräsidenten veranlassen, den Wortlaut der Richtlinie sehr genau zu prüfen und die dort getroffene Auswahl bezüglich der einzelnen Komponenten des Eigenkapitals unter die Lupe zu nehmen.

Herr Loehnis erklärt, dass die Stellvertreter diesen Punkt nur kurz erörtert hätten. Das generelle Bestreben, die verschiedenen Definitionen der Eigenmittel einander anzugleichen, sei allgemein akzeptiert worden; Vorbehalte hätte es jedoch zu der gewählten Form gegeben, also zur Richtlinie anstelle einer Empfehlung - eine politische Entscheidung, die nunmehr endgültig sei. Es wurde allerdings angemerkt, dass der gesamte Fragenkomplex - eventuell in einer anderen Form - erneut überprüft werden müsste, sollte bei der Abstimmung die Richtlinie nicht die notwendige Zustimmung finden.

Herr Russo betont, dass sich die Kommission, wie Herr Delors in seinem Schreiben präzisiert habe, ihre Entscheidung nicht leicht gemacht und diese erst nach gründlicher Ueberlegung getroffen habe. Sie habe in Rechnung gestellt, dass der beratende Bankenausschuss von der Hypothese einer Empfehlung ausgegangen sei. Die Kommission sei jedoch der Ansicht, dass die Gemeinschaft seit Verabschiedung der Einheitlichen Akte von Luxemburg den Harmonisierungsprozess mit der Folge einer Anpassung der nationalen Gesetzgebungen fortführen müsse. Der Europäische Rat habe neue Zeichen gesetzt, die zu respektieren seien und keine andere Wahl auf diesem Gebiet zuließen. Die Kommission wolle freilich keinen ausschliesslichen Gebrauch vom Rechtsakt der Richtlinie machen, sondern sei ganz gewiss bereit, in anderen Bereichen das Instrument der Empfehlung nicht zu vernachlässigen.

Herr Duisenberg pflichtet den Aeusserungen des Bedauerns über die Entscheidung der Kommission, die der Vorsitzende bereits an die Adresse von Herrn Delors gerichtet habe, in vollem Umfang bei; er wisse, dass der Vorsitzende alles unternommen habe, um diese Entscheidung zu verhindern, und er selbst habe sich in Ootmarsum Herrn Delors gegenüber für die Form einer Empfehlung ausgesprochen. Auch wenn Herr Russo versichere, dass in Zukunft kein ausschliesslicher Gebrauch von der Form der Richtlinie gemacht werde, so bleibe doch festzustellen, dass sich die Kommission auf einen gefährlichen Weg begeben. Denn wenn man nicht genau wisse, welche Form letztlich gewählt werde, so führe dies dazu, dass die Zentralbanken

in Zukunft mit sehr viel mehr Misstrauen und Zurückhaltung die entsprechenden vorbereitenden Arbeiten durchführen.

Herr Ó Cofaigh bringt ebenfalls seine Bedenken gegenüber der Entscheidung der Kommission zum Ausdruck und ist sich einig mit dem Vorsitzenden des Ausschusses hinsichtlich des von diesem gegenüber Herrn Delors geäußerten Bedauerns. Der beratende Ausschuss, der die Bankenaufsichtsbehörden (bei einigen Ländern einschliesslich der Zentralbanken) repräsentiere, sei mit dem Vorschlag der Kommission unter der Voraussetzung einverstanden gewesen, dass eine Empfehlung gewählt würde. Auch wenn gesagt worden sei, dass die zuletzt genannte Form für andere Bereiche (z.B. die Solvenzquoten) Verwendung finden solle, so müsse gleichwohl vor allem darauf hingewiesen werden, dass eine Richtlinie, da sie Gesetzesänderungen verlange, nur schlecht mit dem von den Zentralbanken gepflegten pragmatischen Vorgehen vereinbar sei.

Der Vorsitzende ist sich der schwierigen Lage bewusst, in der sich die Kommission befunden habe; das Richtlinienverfahren sei aber derartig schwerfällig, dass die Gefahr bestehe, am Ende werde überhaupt keine Massnahme getroffen, da die erforderliche Mehrheit womöglich nicht zustande komme. Demgegenüber könne eine zwar weniger perfekte, aber dafür flexiblere Empfehlung trotz allem international gesehen bedeutenden Fortschritt bringen.

Herr Godeaux würde gerne einiges über den Arbeits- und Zeitplan des Richtlinienentwurfs erfahren. Der Entwurf erfordere nämlich eine sehr eingehende Prüfung der technischen Aspekte und ziehe eine Anpassung der einschlägigen nationalen Rechtsnormen nach sich; es handle sich hierbei um ein komplexes und zeitraubendes Unterfangen.

Herr Camdessus ist der Auffassung, der Ausschuss sollte sich besser mit der Sache selbst statt mit den institutionellen Instrumenten befassen. Was letztere angehe, so wiesen beide denkbaren Instrumente, die Richtlinie und die Empfehlung, mit Sicherheit Vor- und Nachteile auf, und es sei nicht Sache des Ausschusses, zwischen beiden zu entscheiden. Was die eigentlichen Sachfragen bezüglich der Eigenmittel der Kreditinstitute angehe, so würde er es begrüßen, wenn der Ausschuss mehr Zeit für Beratungen hätte; er äussert seine generelle Zustimmung zum Inhalt des Richtlinienentwurfs.

Herr Russo erklärt, dass er den genauen Zeitplan, der für die Prüfung des Richtlinienentwurfs vorgesehen sei, nicht kenne; er fügt hinzu, dass er die Bedenken der Zentralbankpräsidenten vortragen werde, vor allem das Anliegen, über genügend Zeit für diese Prüfung zu verfügen.

VI. Untersuchung des Sonderberichts der Expertengruppe unter dem Vorsitz von Herrn Raymond über die Folgen des fortschreitenden Uebergangs von direkten geldpolitischen Instrumenten zu indirekten Methoden der Geldmengensteuerung

Der Vorsitzende erklärt, dass die Stellvertreter wegen einer reich befrachteten Sitzung nicht in der Lage waren, den Sonderbericht der Expertengruppe unter dem Vorsitz von Herrn Raymond zu prüfen; er schlägt vor, dass die Zentralbankpräsidenten dieses Dokument nach Anhörung des Referats von Herrn Raymond dennoch diskutieren.

A. Referat von Herrn Raymond

In ihrem Bericht Nr. 28, der dem Ausschuss der Zentralbankpräsidenten an der Sitzung vom vergangenen Mai vorgelegt wurde, hatte die Expertengruppe den allmählichen Rückgang der direkten geldpolitischen Instrumente und den Ausbau der Marktmechanismen in der Gemeinschaft hervorgehoben. Sie beurteilte diese Entwicklung positiv. Die Zentralbankpräsidenten ersuchten daraufhin die Gruppe, verschiedene Aspekte dieser Frage näher zu analysieren. Dies ist das Thema des Sonderberichts, der für diese Sitzung verteilt worden ist und in welchem sich die Experten bemühten, die Sachverhalte und Begriffe zu klären, Unklarheiten oder Illusionen zu beseitigen, und zwar, wie ich hoffe, ohne Parteilichkeit.

Man stellt die indirekten und die direkten Instrumente einander gegenüber. Die ersteren machen vom Monopol der Schaffung und Vernichtung von Zentralbankgeld durch die Zentralbank Gebrauch; die Impulse, die diese dem Zinssatz des Geldmarktes gibt, übertragen sich danach frei auf die Märkte und die Wirtschaft als Ganzes.

Umgekehrt kann die Zentralbank die Geschäftsbeziehungen der Banken mit ihren Kunden direkt reglementieren, indem sie für den Preis und/oder die Menge von Kredit oder Geld Plafonds festlegt. Das kann zu

einer Kontingentierung führen, wenn das Finanzsystem ein geschlossenes Ganzes bildet, was impliziert, dass Kapitalzuflüsse mittels Devisenkontrollmassnahmen verboten werden und dass es weder einen Markt für Schuldscheine noch "near-banks" (bankähnliche Finanzinstitute, die jedoch nicht den gesetzlichen Bestimmungen über die Banken unterstehen) gibt.

In Zwischensituationen werden die Kreditplafonds verwendet, um einfach einen Teil der Finanzierungen der Wirtschaft entweder auf den Kapitalmarkt oder auf die ausländischen Märkte umzulenken.

Ursprünglich griff man zu den direkten Instrumenten wegen der Präzision und Schnelligkeit ihrer Auswirkungen, oder um ein Ansteigen der inländischen Zinssätze und insbesondere der Kreditkosten zu vermeiden. Mit der Zeit schwächte sich die Wirksamkeit der direkten Instrumente ab, während ihre Komplexität und ihre perversen Auswirkungen bei der Mittelzu- teilung zunahm. Schliesslich hat auch die finanzielle Innovation diese regulatorischen Instrumente eines Teils ihrer Wirkung beraubt oder macht sie überhaupt illusorisch, so dass ihre Abschaffung oft eher das Ergebnis einer Notwendigkeit als einer freien Entscheidung ist.

Obschon man zur Zeit noch alle Abstufungen administrativer Beschränkungen in den Ländern der Gemeinschaft antrifft, findet doch ein fast allgemeiner Uebergang zur vermehrten, wenn nicht ausschliesslichen Verwendung der indirekten Marktinstrumente und ganz besonders der Offenmarkt- techniken statt.

Die Experten sind der Meinung, dass das grosse Volumen staatlicher Schuldtitel und die Vielfalt der anwendbaren Techniken die Offenmarktpolitik in den Mitgliedstaaten ganz generell möglich macht. Ihre Verwendung anstelle von Reglementierungen kann die durchschnittliche Höhe der Zinssätze nur in jenen Ländern beeinflussen, in denen die Kontingentierung tatsächlich wirksam ist, was in der Gemeinschaft nicht mehr der Normalfall ist. Dagegen kann der Ersatz der Plafondvorschriften durch die Offenmarkt- politik zu einer Veränderung der Ertragskurve führen, soweit die Zentralbank mit ihren Eingriffen im wesentlichen oder ausschliesslich die kurzfristigen Zinssätze beeinflusst. Daraus können sich vorübergehende Umkehrungen der üblichen Zinssatzskala ergeben.

Schliesslich muss man sich auf eine grössere Variabilität des Geldmarktsatzes gefasst machen, wenn dieser das ausschliessliche Instrument der inländischen Steuerung wird. Dies kann die tägliche Führung des

Devisenmarktes komplizieren, insbesondere im Hinblick auf die Regeln betreffend die engen Schwankungsmargen. Diese Schwierigkeit wird durch das Fehlen von Devisenkontrollen noch verstärkt werden. Dagegen wird sie durch das Bestehen einer besseren Konvergenz verringert werden; diese ist eine notwendige Voraussetzung dafür, dass die Konflikte zwischen inneren und äusseren Zielen vorübergehender und technischer Natur bleiben.

Die Wiedereinführung einer Kreditkontrolle, um einer Situation vorübergehender oder technischer Konflikte zu begegnen, wird in den EG-Ländern nur selten in Betracht gezogen. Mehrere Mitgliedsländer behalten sich diese Möglichkeit für Fälle äusserster Dringlichkeit vor, in denen sich der Zinssatz und die inländischen Indikatoren gleichzeitig so schnell verschlechtern, dass Sofortmassnahmen unerlässlich sind. Ueberdies impliziert eine solche Wiedereinführung, dass keine inländischen Ersatzgeldquellen bestehen (bankähnliche Institute oder ein Markt für "commercial paper") oder dass man dem durch Reglementierung der bankähnlichen Institute oder der inländischen Märkte entgegenwirken kann, und dass ein Minimum an Devisenkontrollbestimmungen eingeführt wird.

Alles in allem hat die Gruppe jedoch bestätigt, dass die indirekten Marktinstrumente besser als die anderen der Situation entsprechen, auf die hin sich die europäischen Wirtschaften entwickeln.

B. Diskussion des Ausschusses

Der Vorsitzende dankt Herrn Raymond und den Experten für den Bericht, der insbesondere den Verdienst hat, zwischen den indirekten Marktinstrumenten und den direkten Reglementierungen klar zu unterscheiden und deren jeweilige Vor- und Nachteile darzulegen. In Grossbritannien verwende man praktisch nur die indirekten Instrumente, da sich die direkten Reglementierungen als wirkungslos erwiesen haben, insbesondere nach der Abschaffung der Devisenkontrolle. Mit den indirekten Instrumenten wird vielleicht die Geldmengen- und Kreditentwicklung nicht immer gemeistert, jedoch hätten die kurzfristigen Zinssätze, die das Haupteingriffsmittel bilden, eine unzweifelhafte Wirksamkeit, wenn auch manchmal um den Preis einer grösseren Instabilität dieser Sätze.

Herr Duisenberg erklärt, der Bericht beleuchte auf sehr instruktive Weise die derzeitige Realität und zeige, dass man für die wirtschaftliche

Kursbestimmung oft zu einer Mischung von marktorientierten Instrumenten und administrativen Regelungen greifen müsse. In einem Land wie den Niederlanden, mit einer offenen und relativ kleinen Wirtschaft, mit gleichzeitig einem hohen Leistungsbilanzüberschuss und einem beträchtlichen Defizit des Staatshaushalts, sei die Lage schwierig, und es bestehe ein Konflikt zwischen dem wesentlichen Ziel - dem Wechselkurs - und dem binnenwirtschaftlichen Stabilitätsziel. Zur Lösung dieses Konflikts ziehe man pragmatische Formeln den dogmatischen vor, und man erwäge, das System der Kreditplafondierung, das zwar besteht, aber nicht angewendet wird, durch indirektere Mittel zu ersetzen. Solange jedoch Unsicherheit über befriedigende Ersatzlösungen herrsche, werden die Kreditplafonds und ergänzenden Kontrollen der Kreditaufnahme niederländischer Gebietsansässiger im Ausland beibehalten werden, auch wenn sie zur Zeit nicht in Kraft sind. Es sei in der Tat wichtig, dass man diese Instrumente wieder einsetzen könne, wenn das Bedürfnis auftrete, und dies um so mehr, als die Geldmengensteuerung nur mit indirekten Methoden nicht so wirksam erscheine, wie es nötig sei. Der Einsatz indirekter Instrumente wäre in der Zukunft leichter, wenn das staatliche Defizit der Niederlande sich verringerte und wenn die Konvergenz in der Gemeinschaft sich noch weiter verbesserte. Auf jeden Fall sei die Nederlandsche Bank entschlossen, auf diesem Gebiet pragmatisch zu bleiben, selbst wenn sie vorhabe, gegenüber der derzeitigen Mode der indirekten Instrumente ebenso zurückhaltend zu bleiben wie sie es vor einigen Jahren gegenüber der Mode der quantitativen Zwischenziele war.

Herr Ciampi weist darauf hin, dass Italien ähnliche Erfahrungen wie Grossbritannien gemacht habe. Um zu indirekten Instrumenten überzugehen, habe man zuerst einmal einen richtigen Geldmarkt schaffen müssen; diese Aufgabe sei gegen 1975 in Angriff genommen und schliesslich abgeschlossen worden; danach musste der Zentralbank eine grössere Autonomie gegenüber dem Finanzministerium verliehen werden, was Anfang der achtziger Jahre erreicht worden sei. So habe die Banca d'Italia ihr Vorgehen auf indirekte Instrumente, insbesondere die Offenmarktpolitik, gründen und die während zehn Jahren angewandten Kreditplafonds abschaffen können. Die Wiedereinführung direkter Instrumente sei nur in Notfällen, unter besonderen Umständen, akzeptabel. Genau dies sei in Italien Ende 1985/Anfang 1986 der Fall gewesen, als die Kreditplafonds während fünfeinhalb Monaten wieder eingeführt wurden, um eine gefährliche Situation auf dem Geld- und dem Devisenmarkt zu beheben.

Der zentrale Punkt des Berichts bestehe in der Analyse der Konflikte zwischen der auf die Binnenwirtschaft gerichteten Geldpolitik und den Wechselkurszielen, insbesondere den Verpflichtungen im EWS. Die Kapitalströme seien die Form, in der sich diese Konflikte am offenkundigsten äussern. Auch heute noch können diese Ströme einen beträchtlichen Einfluss auf die Geldpolitik ausüben, und ihre an sich notwendige Liberalisierung könnte neue Probleme schaffen. Wie der Bericht feststellt, habe die von den Währungsbehörden bis heute angewandte Lösung in der flexiblen Verwendung der internen quantitativen Zwischenziele bestanden, während gleichzeitig der Wechselkursverpflichtung mehr Gewicht eingeräumt worden sei. Eine solche Haltung sei richtig, genüge aber nicht, und es bleibe ein grundsätzliches Problem.

Im Prinzip beinhalte die Erarbeitung einer Geldpolitik für eine Gruppe von durch Wechselkursverpflichtungen miteinander verbundenen Ländern nicht nur die Festsetzung von angemessenen Paritäten, sondern auch die Festlegung der Geldpolitik des ganzen Systems. Im EWS sei im Lauf der Jahre ein ziemlich effizientes System für die Festsetzung der Paritäten bei Leitkursanpassungen entwickelt worden. Das Verfahren zur Ausarbeitung eines gemeinsamen geldpolitischen Kurses sei viel rudimentärer. Es sei in der Tat, als ob ein "dominierendes" Land eine auf das Inland ausgerichtete Geldpolitik wähle und diese sich den anderen Teilnehmerländern über die Wechselkursvereinbarungen anbiete. Dieses Ungleichgewicht zwischen diesen beiden Verfahrensweisen werde paradoxerweise durch die verbesserten Ergebnisse der europäischen Volkswirtschaften und die vermehrte Konvergenz noch verstärkt. Um die Inflation in den Griff zu bekommen, habe es bisher genügt, die Geldpolitik des Landes mit den besten Ergebnissen als Massstab zu akzeptieren. Der Kampf gegen die Teuerung bleibe eine grundlegende Aufgabe, und in einigen Ländern, wie beispielsweise Italien, sei noch ein weiter Weg zurückzulegen, bis die Stabilität der Preise wieder hergestellt sei. Der Kampf gegen die Inflation biete jedoch nicht mehr jene Dringlichkeit, aufgrund derer die Geldpolitik der Gemeinschaft mit einem Minimum an Diskussion und formalen Verfahren mobilisiert werden könnte. Das Ergebnis sei, dass die Behörden gegenüber gewaltigen Kapitalströmen, die gravierende Auswirkungen auf die Durchführung der Geldpolitik haben, nicht über wirksame Mechanismen verfügen, um darauf gemeinsam und angemessen zu reagieren. Es bestehe jedoch die Gefahr, dass dieses Problem in Zukunft immer ernster werde.

Herr Camdessus hält zunächst einmal fest, dass die Erklärung von Herrn Ciampi vertiefte Ueberlegungen verdiene, die anlässlich einer nächsten Sitzung vorgenommen werden könnten. Der Uebergang von direkten zu indirekten Instrumenten sei in Frankreich mit Vorsicht erfolgt, nachdem man sich Zeit genommen habe, zwei Jahre lang Erfahrungen zu sammeln; während dieser Zeit sei die Kreditkontrolle nur als Sicherheitsnetz beibehalten worden. In Wirklichkeit habe sich die Geldpolitik 1986 praktisch nur noch indirekter Methoden (Zinssätze und Veränderungen der Pflichtreserven) bedient, und vom 1. Januar 1987 an werde die 13 oder 14 Jahre alte Kreditkontrolle endgültig verschwinden. Im Verlaufe dieses Prozesses seien drei Probleme aufgetaucht. Das erste sei gewesen, den Geldmarkt oder Interbankmarkt so effizient wie möglich zu gestalten; da die angewandten Methoden alt seien, würden am 1. Dezember 1986 Beschlüsse zu ihrer Modernisierung in Kraft treten (ein an der Sitzung verteiltes Papier legt die neuen Massnahmen dar).

Das zweite Problem sei jenes des Trägerelements des Geldmarktes gewesen. In den meisten Ländern seien dies bevorzugt, manchmal sogar ausschliesslich, die Schatzscheine. Die Idee eines Geldmarktes, der nur mit diesen Instrumenten arbeitet, sei natürlich in Paris auf Sympathie gestossen, aber man könne sich eine bestens funktionierende Wirtschaft mit einer auf das absolute Minimum reduzierten Staatsschuld vorstellen, wie dies in Frankreich am Ende der sechziger Jahre und zu Beginn der siebziger Jahre der Fall war. Die Banque de France habe die Idee eines Interbankmarktes durchsetzen können, der auf der Basis von öffentlichen und privaten Titeln funktioniert, und sie habe sorgfältig die Gleichbehandlung beider organisiert, was nicht ganz ohne Schwierigkeiten abgegangen sei.

Das dritte Problem - vielleicht das heikelste - liege in der Verbindung zwischen der indirekten Geldmengensteuerung und dem Abbau der Devisenkontrolle. Die vollständige Abschaffung der letzteren sei in der Weiterführung der schon getroffenen Liberalisierungsmassnahmen enthalten, aber man müsse zwischen dem mittelfristigen Ziel und der nötigen kurzfristigen Vorsicht unterscheiden. So werde ein bedeutendes neues Paket von Liberalisierungsmassnahmen in einigen Wochen eingeführt, wobei jedoch ein Minimum an Vorschriften, die für die unmittelbare Zukunft nötig scheinen, beibehalten werde. Diese Bestimmungen betreffen die Aufrechterhaltung einer gewissen Kontrolle der Francs-Kredite an Gebietsfremde und, aus eher traditionellen

Gründen, das Verbot für Gebietsansässige, im Ausland Bankkonten zu unterhalten. Alles in allem sollte zumindest auf kurze Sicht eine genügende Kohärenz zwischen der Liberalisierung des Geldmarktes, der Verwendung der indirekten Methoden der Geldmengensteuerung und dem derzeitigen Stand der Lockerung der Devisenkontrolle bestehen.

Herr Pöhl findet den Expertenbericht ausgezeichnet und erklärt, sein Diskussionsbeitrag sei dadurch beschränkt, dass das Problem der Wahl zwischen direkten und indirekten Instrumenten sich in Deutschland seit nahezu 30 Jahren nicht stelle, da das Bundesbankgesetz aus dem Jahre 1957 die direkten administrativen Kontrollen ausdrücklich verbietet. Die daher allein verwendeten indirekten Methoden hätten sich bewährt und seien selbst dann wirksam, wenn die Umstände wegen äusserer Zwänge schwierig seien. Wegen des Fehlens direkter Kontrollen seien einige finanzielle Innovationen in Deutschland nicht in Erscheinung getreten.

Herr Pöhl begrüsst die Integrations- oder mindestens Konvergenzbewegung, die sich in Europa hinsichtlich der Finanzmärkte in beachtlicher Weise entwickelt. Die Debatte über die monetären Ziele und über die geldpolitischen Methoden zeige, dass seit mehreren Jahren auch eine deutliche Annäherung zwischen den Ländern stattfindet. Eine solche Entwicklung müsse jenen gefallen, die für die Gemeinschaft einen Binnenkapitalmarkt ohne Kontrollen und Einschränkungen wünschen; sie sei auch in dem Sinne sehr positiv, dass die Kapitalallokation immer mehr nach normaleren und wirtschaftlicheren Kriterien erfolgen werde. In dieser Hinsicht seien die jüngsten Initiativen der Kommission im Bereich der Liberalisierung des Kapitalverkehrs lobend zu erwähnen.

Herr Pöhl hat Verständnis für die Vorsicht von Herrn Duisenberg, der die Möglichkeit behalten will, bewährte und bekannte Instrumente zu benutzen. Es sei klar, dass die Zentralbanken sich früher oder später genötigt sehen werden, wieder eine restriktivere Geldpolitik zu betreiben, und dann würde sich wieder ein Dilemma oder eine Frage stellen, insbesondere für die Politiker, ob nämlich die unangenehmen Folgen eines Anstiegs der Zinssätze in Kauf genommen werden müssten oder ob man zu den direkten Kontrollen zurückkehren solle, was die - allerdings nur scheinbar - bequeme Lösung sei, denn sie schiebe die Probleme hinaus.

Herr Russo gibt seiner Wertschätzung für den sehr interessanten Bericht der Experten Ausdruck. Er verstehe, dass man die Frage, ob direkte

Kontrollen beibehalten werden sollten und welche Anwendungsmöglichkeiten bestehen, unterschiedlich beurteile. Die Anwendung direkter Kontrollen sollte die Ausnahme für dringliche Fälle und nicht die Regel sein. Es sei im übrigen offenkundig, dass mit der zunehmenden Befreiung des Kapitalverkehrs die alten Methoden an Nutzen verlieren und für die Zukunft nur wenig Wahl bestehe. Die Bemerkungen von Herrn Ciampi seien sehr wichtig. Die Konvergenz habe sich in der Tat verbessert, die Länder hätten akzeptiert, sich auf die niedrigste Inflationsrate auszurichten oder sich ihr anzunähern und hätten so bei der Inflationsbekämpfung Ergebnisse erzielt, wie sie seit langem nicht mehr erlebt wurden, und dies, ohne dass es zu unerträglichen Spannungen gekommen sei. Aber selbst wenn die erreichte Stabilität dauerhafter Art sei, seien Probleme und Konflikte für die Zukunft nicht ausgeschlossen, insbesondere in den Ländern, in denen das Defizit und die Verschuldung der öffentlichen Hand hoch sind. Die Probleme werden das blosse Paritätengitter des EWS überschreiten und sich auch sehr akut in den Relationen zum Dollar und zum Yen stellen. Die erwünschte und angezeigte Befreiung des Kapitalverkehrs müsste durch eine verstärkte Koordination der Geldpolitik ergänzt werden. Auf diesem Gebiet seien Untersuchungen anzustellen; die Kommission werde sie in Angriff nehmen und hoffe dabei auf den wertvollen Beitrag der Zentralbanken.

Der Vorsitzende schliesst die Debatte mit der Feststellung, dass der Expertenbericht eine interessante Diskussion bewirkt habe, und man könne damit rechnen, dass in Zukunft die Entwicklung der Methoden der Geldmengensteuerung und die Fortschritte in Richtung Konvergenz Gegenstand von weiteren Diskussionen sein würden.

VII. Weitere Fragen innerhalb der Zuständigkeit des Ausschusses

Es liegen keine weiteren Fragen vor.

VIII. Zeit und Ort der nächsten Sitzung

Die nächste Sitzung findet am Dienstag, dem 9. Dezember 1986, um 10.00 Uhr in Basel statt.

KURZBERICHT UEBER DIE ENTWICKLUNG AUF DEN
DEVISENMAERKTEN DER LAENDER DER AN DER KONZERTATION
BETEILIGTEN ZENTRALBANKEN

September und Oktober 1986

Der vorliegende Bericht gibt einen Ueberblick über die Entwicklung auf den Devisenmärkten der Länder der an der Konzertation beteiligten Zentralbanken* und über deren Interventionen im September und Oktober sowie in den ersten Novembertagen 1986.

I. ENTWICKLUNG DER WECHSELKURSE

Im September und Oktober waren die Devisenmärkte insbesondere durch die folgenden Entwicklungen geprägt:

- der US-Dollar verzeichnete weitere Kursschwankungen, die per saldo eine Befestigung gegenüber den meisten Währungen ergaben; zurückzuführen war die Befestigung teilweise auf konzertierte Interventionen mehrerer Zentralbanken und auf Käufe japanischer Anleger;
- das Pfund Sterling erlitt einen neuen Schwächeanfall;
- der Yen büsste spürbar an Wert ein;
- im EWS traten gelegentlich Spannungen auf, aber der Abstand zwischen der stärksten und der schwächsten Währung verringerte sich deutlich.

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

Die Talfahrt des US-Dollars wurde im September und Oktober unterbrochen. Am Ende des Zeitraums hatte sich der Dollarkurs gegenüber den meisten kontinentaleuropäischen Währungen etwas verbessert, gegenüber dem japanischen Yen und dem Pfund Sterling stieg er um rund 5%. Anfang September profitierte der Dollar vorübergehend von einem Anziehen der amerikanischen Zinssätze und dem sich verstärkenden Eindruck, dass sich die US-Wirtschaft wieder belebte. Bald verlor er erneut an Wert; dieser Kursrückgang wurde jedoch dadurch in Grenzen gehalten, dass die Marktteilnehmer angesichts der Möglichkeit von Interventionen zur Stützung des Dollars im Gefolge des EG-Treffens in Gleneagles grössere Vorsicht bekundeten. Ende Oktober erholte sich der Dollar abermals, eine Bewegung, die durch Dollarkäufe japanischer institutioneller Anleger und ausländischer Anleger in Japan beschleunigt wurde. Diese Dollarkäufe erfolgten zu einem Zeitpunkt, als die Wirtschaftsstatistiken etwas günstigere Aussichten für eine Erholung des Wachstums der US-Wirtschaft zu versprechen begannen. Zusätzlich gestützt wurde der Dollar durch das Bekanntwerden eines unter den Erwartungen liegenden Handelsdefizits der USA im September, eine Senkung des Diskontsatzes der Bank of Japan und eine wirtschaftspolitische Übereinkunft zwischen dem amerikanischen Finanzminister Baker und dem japanischen Finanzminister Miyazawa.

Im Zusammenhang mit Erwartungen einer Leitkursanpassung stand das EWS zeitweise unter starken Spannungen. Diese Spannungen machten sich während der gesamten zweiten Septemberhälfte bemerkbar und veranlassten mehrere Zentralbanken zu bedeutenden intramarginalen Interventionsverkäufen und in einigen Fällen zu Interventionen an den Interventionspunkten. Im folgenden beruhigte sich die Lage wieder. Ueber die zwei Monate hinweg hat sich der Abstand zwischen der stärksten und der schwächsten Währung um nahezu 1/2% verringert.

Die D-Mark verzeichnete zunächst gegen nahezu alle in Frankfurt amtlich notierten Währungen eine ausgeprägte Befestigung. Gegenüber der dänischen Krone lag sie im September mehrmals am oberen Punkt. Gegen US-Dollar stieg sie insbesondere im Oktober verschiedentlich auf Kurse unter DM 2. In zum Teil mit anderen Notenbanken koordinierten Dollarkäufen trat die Bundesbank der Entwicklung entgegen. Ende Oktober kam es dann zu einem deutlichen Umschwung. Der Dollar überschritt wieder die 2 DM-Marke

und lag am Ende des Berichtszeitraums auf nahezu dem gleichen Niveau wie Ende August. Die anderen Währungen haben sich im gleichen Zeitraum gegen die D-Mark unterschiedlich entwickelt, überwiegend jedoch leicht abgeschwächt.

Der französische Franc gewann zwar gegenüber den meisten floatenden Währungen an Wert, litt jedoch während fast des ganzen Berichtszeitraums unter der inneren Festigkeit der D-Mark. Die Devisennachfrage der französischen Unternehmen nahm im September deutlich zu. Zudem stiessen Gebietsfremde in beträchtlichem Masse Franc-Guthaben ab, was vor allem Anfang Oktober zu einem Anziehen der Zinsen auf dem Euromarkt führte. Danach festigte sich der Franc im europäischen Wechselkursmechanismus deutlich; ursächlich hierfür war sowohl die Vergrößerung des Devisenangebots der Exporteure als auch der Umstand, dass die ausländischen Marktteilnehmer ihr Verhalten änderten, sobald der Kursrückgang des Dollars zum Stillstand kam. Die Euro-Franc-Sätze kamen daraufhin sehr nahe an die Binnensätze heran.

Der belgische Franc gab leicht nach und schloss den Berichtszeitraum am unteren Ende des Paritätengitters. Sein Disagio gegenüber der D-Mark vergrößerte sich um 1/4 auf ca. 1,65%.

Der holländische Gulden wurde weiterhin in der oberen Hälfte des EWS-Bandes gehandelt. Es fanden keine wichtigen Entwicklungen statt, die den Wechselkurs beeinflusst hätten.

Die dänische Krone schwächte sich Mitte September ab, als gewisse Erwartungen einer EWS-Leitkursanpassung aufkamen. Die Krone erreichte ihren Interventionspunkt gegenüber der D-Mark, und die Danmarks Nationalbank intervenierte mit beträchtlichen Devisenverkäufen. Die Regierung bekräftigte erneut ihre Wechselkurspolitik, und die Krone befestigte sich im folgenden wieder etwas.

Im September verlor das irische Pfund im EWS-Band an Boden, und die Central Bank of Ireland intervenierte zur Stützung ihrer Währung. Diese Bewegung erfolgte hauptsächlich in der zweiten Monatshälfte und wurde durch die kommerzielle Nachfrage nach Fremdwährungen ausgelöst, für die wiederum die Schwäche des Pfund Sterling ursächlich war. Der Wertverlust des irischen Pfundes im EWS-Band setzte sich im Oktober fort, da die anhaltende Schwäche des Pfund Sterling zu einer grossen kommerziellen Devisennachfrage führte. Die Central Bank of Ireland reagierte mit beträchtlichen Interventionen zur Stützung der Währung und hob überdies im Oktober

ihren Satz für kurzfristige Vorschüsse in zwei Schritten um 3,25% an. Gegen Ende des Monats kam es jedoch mit der Befestigung des Pfund Sterling zu einem Umschwung, und die Bank konnte mit geringen Devisenkäufen intervenieren.

Die italienische Lira hielt sich im September an oberster Position im EWS, schwächte sich allerdings gegenüber der D-Mark gegen Ende des Monats leicht ab, da der Kursverfall des US-Dollars zu einigen kurzfristigen Kapitalabflüssen führte. Als sich im Oktober die Aussichten für den Dollar stabilisierten, wurden beträchtliche Zuflüsse verzeichnet. Die Banca d'Italia intervenierte mit Käufen - hauptsächlich von Dollar -, um die Lira im EWS stabil zu halten.

Das Pfund Sterling schwächte sich im Berichtszeitraum erheblich ab. In dieser Entwicklung widerspiegelte sich wachsende Besorgnis über die Aussichten für Wirtschaft und Zahlungsbilanz im Vereinigten Königreich, insbesondere angesichts niedrigerer Oelpreise. Der Verkaufsdruck war zeitweise sehr stark, und das Pfund erreichte sowohl gegenüber der D-Mark als auch gemessen an seinem gewogenen Aussenwert neue historische Tiefstwerte. Nachdem jedoch die Leitzinsen der britischen Clearingbanken am 14. Oktober um 1 auf 11% angehoben worden waren und überdies höhere Oelpreise erwartet wurden, konnte das Pfund wieder ein wenig Terrain zurückgewinnen. Ueber den gesamten Zeitraum hinweg ging der Index des gewogenen Aussenwerts des Pfund Sterling um 3 3/4% zurück und schloss auf 68,4 (1975 = 100).

Die spanische Peseta befestigte sich im September gegenüber dem Dollar um 1%, büsste dagegen im Oktober 3,9% ein. Der gewogene Aussenwert der Peseta blieb im September gegenüber den EG-Währungen unverändert und ging im Oktober um 1,6% zurück.

Die griechische Drachme verlor im September und Oktober gegenüber dem Dollar 3,5% und gegenüber der ECU 2,2% an Wert. Ihr gewogener Aussenwert sank um 2,2%.

Der portugiesische Escudo wertete sich im September gegenüber fast allen wichtigeren Währungen ab, mit Ausnahme des Dollars und des Pfund Sterling; ursächlich dafür war eine Politik der gleitenden Bandbreiten. Im gewogenen Durchschnitt wertete sich der Escudo um 0,7% ab. Angesichts der günstigen Entwicklung der Leistungsbilanz beschlossen die portugiesischen Devisenbehörden, ab Oktober die monatliche Rate für die effektive Abwertung der portugiesischen Währung auf nur 0,6% zu verringern.

Der Schweizer Franken blieb im September stabil; im Oktober schwächte er sich infolge gelockerter Bedingungen auf dem Geldmarkt gegenüber den EWS-Währungen ab. Sein gewogener Aussenwert ging um 2,2% zurück.

Der Index der schwedischen Krone schwankte in einer engen Bandbreite um die Marke 131,4. Die positive Entwicklung der Leistungsbilanz und private Kapitalzuflüsse schufen in Schweden Spielraum für ein niedrigeres Zinsniveau, und am 19. September wurde der Diskontsatz von 8 auf 7,5% gesenkt.

Die norwegische Krone kam Anfang Oktober unter starken Spekulationsdruck, als man im Zusammenhang mit den Steuer- und Haushaltsplänen für 1987, die von der Regierung dem Parlament vorgelegt wurden, eine Abwertung der Währung erwartete. Nach umfangreichen Interventionen stabilisierte sich die Währung, aber der Markt blieb angesichts der unsicheren Regierungslage unruhig. Ueber den Berichtszeitraum hinweg sank der gewogene Aussenwert der Krone um 1%, und sie büsste gegenüber der ECU 1,7% ein.

Der Kurs des kanadischen Dollars gegenüber dem US-Dollar veränderte sich kaum und pendelte um ein Niveau von US-\$ 0,72. Das anhaltend günstige Gefälle zwischen den Zinssätzen auf den kanadischen und den amerikanischen Geldmärkten und die starke ausländische Nachfrage nach Titeln in kanadischen Dollar trugen zur Stützung des Kurses dieser Währung bei. Die Auswirkung dieser Faktoren wurde jedoch durch die Sorgen über die voraussichtliche Verschlechterung der Handelsbilanz und durch eine ungünstige Entscheidung des amerikanischen Handelsministeriums über Importe von kanadischem Holz beeinträchtigt.

Der japanische Yen büsste im Oktober gegenüber dem US-Dollar 4,8% ein, nachdem er sich im September um 1,6% befestigt hatte. Von Anfang September bis Mitte Oktober pendelte der Yen zwischen Kursen von 153 und 156. Gegen Ende Oktober schwächte sich der Yen jedoch ab, als die Märkte die bessere wirtschaftliche Entwicklung in den USA und die japanische Zinssatzsenkung bemerkten. Die Bank of Japan senkte mit Wirkung ab 1. November den amtlichen Diskontsatz von 3,5 auf 3,0%.

II. INTERVENTIONEN

A. Interventionen in US-Dollar

Im September beliefen sich die Dollarkäufe brutto auf US-\$ 1,9 Mrd. und wurden durch die Bruttoverkäufe praktisch ausgeglichen. Im August hatten die Zentralbanken Nettokäufe in Höhe von US-\$ 4,4 Mrd. getätigt. Der bedeutendste Nettokäufer im September war die Banco de España. Die wichtigsten Nettoverkäufer waren die Bank of England und die Central Bank of Ireland.

Im Oktober beliefen sich die Nettokäufe auf US-\$ 1,4 Mrd. und setzten sich aus Bruttokäufen von US-\$ 3,8 Mrd. und Bruttoverkäufen von US-\$ 2,4 Mrd. zusammen. Die bedeutendsten Nettokäufer waren die Deutsche Bundesbank, die Banca d'Italia und die Banco de España, die bedeutendste Nettoverkäuferin die Norges Bank.

B. Interventionen in Gemeinschaftswährungen

Die Bruttointerventionen in EWS-Währungen gegen andere Gemeinschaftswährungen summierten sich im September und Oktober auf den Gegenwert von US-\$ 7,7 bzw. 4,9 Mrd., verglichen mit US-\$ 3,0 Mrd. im August.

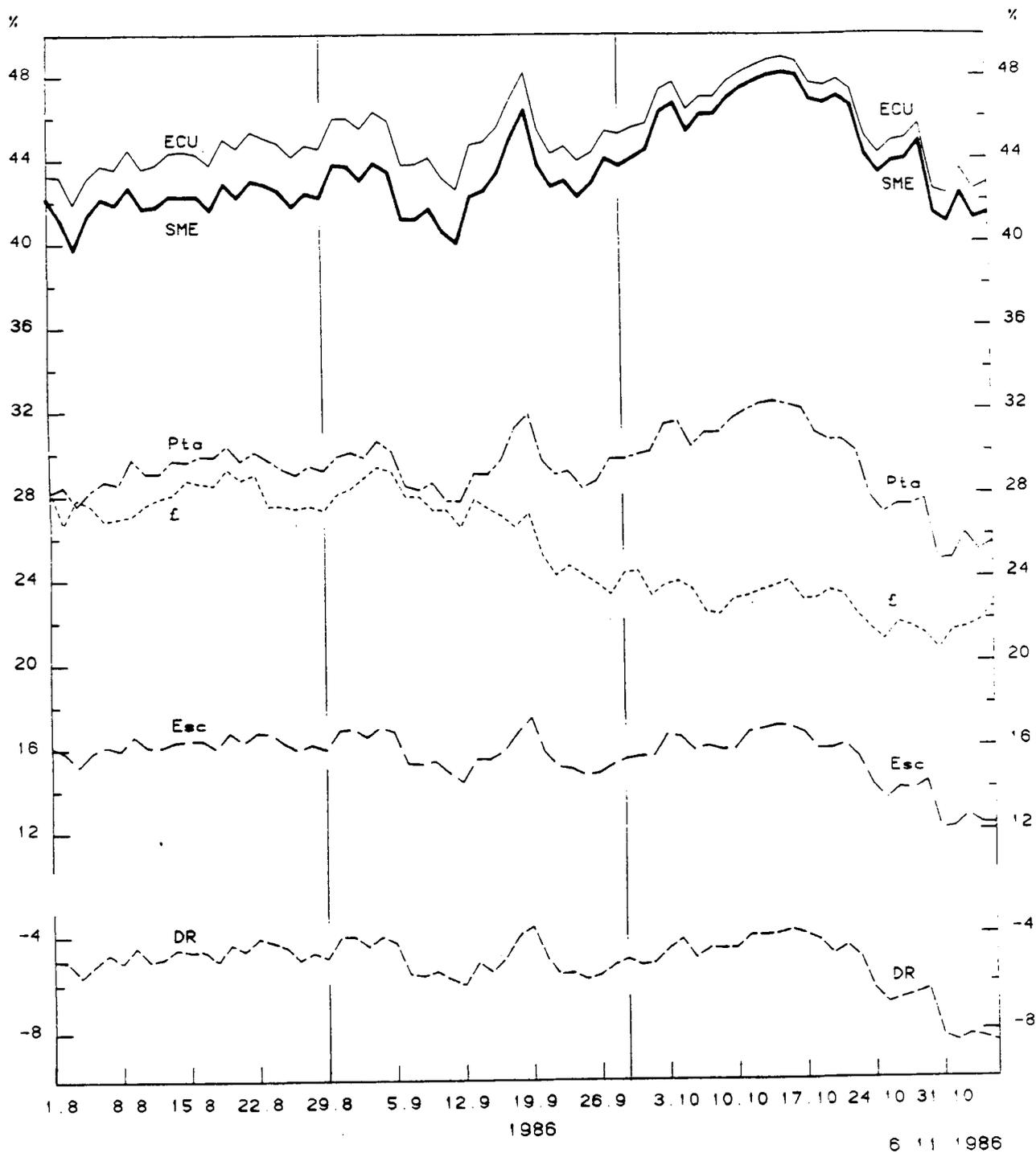
Im September bestanden sie im wesentlichen aus DM-Abgaben der Banque de France und der Banca d'Italia (intramarginal) und der Danmarks Nationalbank (am Interventionspunkt).

Im Oktober erreichten die Interventionen in EWS-Währungen gegen andere EWS-Währungen den Gegenwert von US-\$ 4,9 Mrd. Sie bestanden im wesentlichen aus intramarginalen Verkäufen und Käufen von D-Mark. Verkauft wurde hauptsächlich von der Banque de France und der Central Bank of Ireland. Die Banca d'Italia intervenierte sowohl mit Käufen als auch mit Verkäufen. Per saldo war sie die wichtigste Käuferin.

III. DIE ERSTEN NOVEMBERTAGE 1986

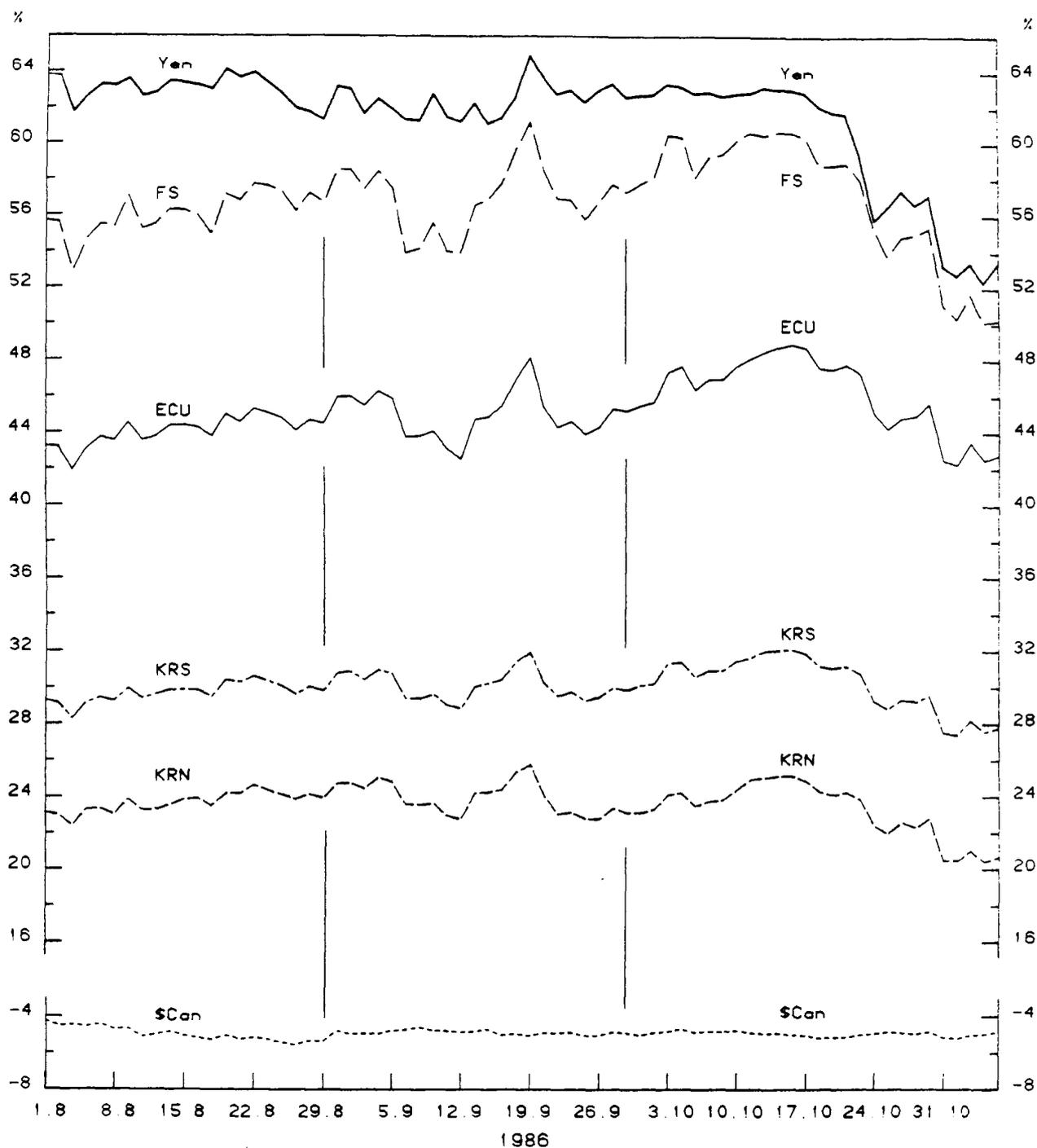
In den ersten Novembertagen verzeichnete der US-Dollar tägliche Schwankungen, die schliesslich per saldo mit einem praktisch unveränderten Kurs gegenüber den EWS-Währungen, einem leichten Kursrückgang gegenüber dem Yen und einem Kursanstieg gegenüber dem Schweizer Franken schlossen. Das Pfund Sterling erholte sich spürbar. Im EWS änderte sich die Lage kaum.

EVOLUTION DE L'ECU, DU COURS MEDIAN DES MONNAIES PARTICIPANT AU
MECANISME DE CHANGE DU SME ET DES MONNAIES DES BANQUES CENTRALES DE LA
CEE NE PARTICIPANT PAS A CE MECANISME, SUR LA BASE DES COURS RELEVES
LE 31 DECEMBRE 1984 VIS-A-VIS DU \$EU *



* Voir page suivante.

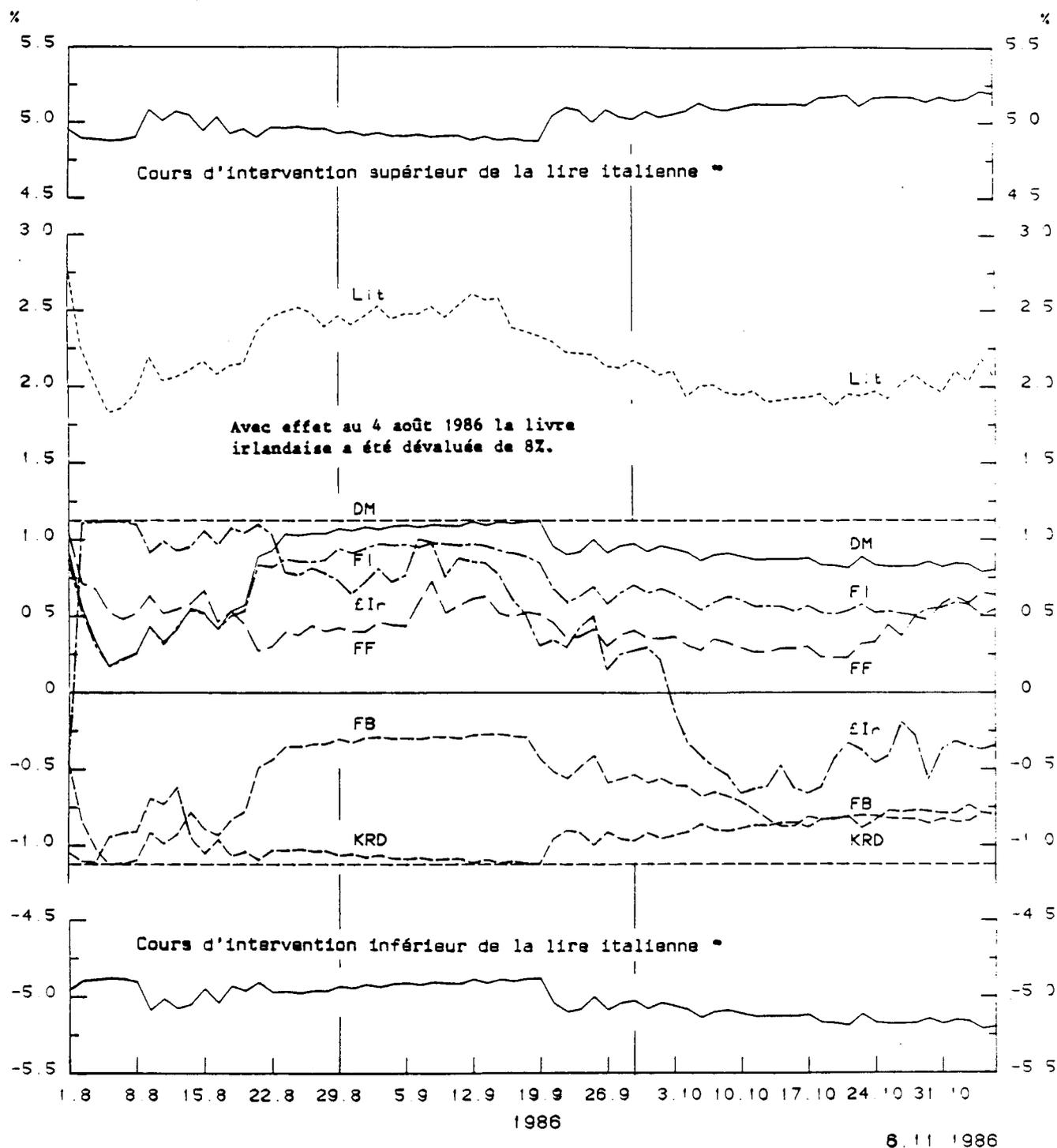
EVOLUTION DE L'ECU ET DES MONNAIES DES BANQUES CENTRALES HORS CEE
PARTICIPANT A LA CONCERTATION, SUR LA BASE DES COURS RELEVÉS LE
31 DECEMBRE 1984 VIS-A-VIS DU \$EU *



6 11 1986

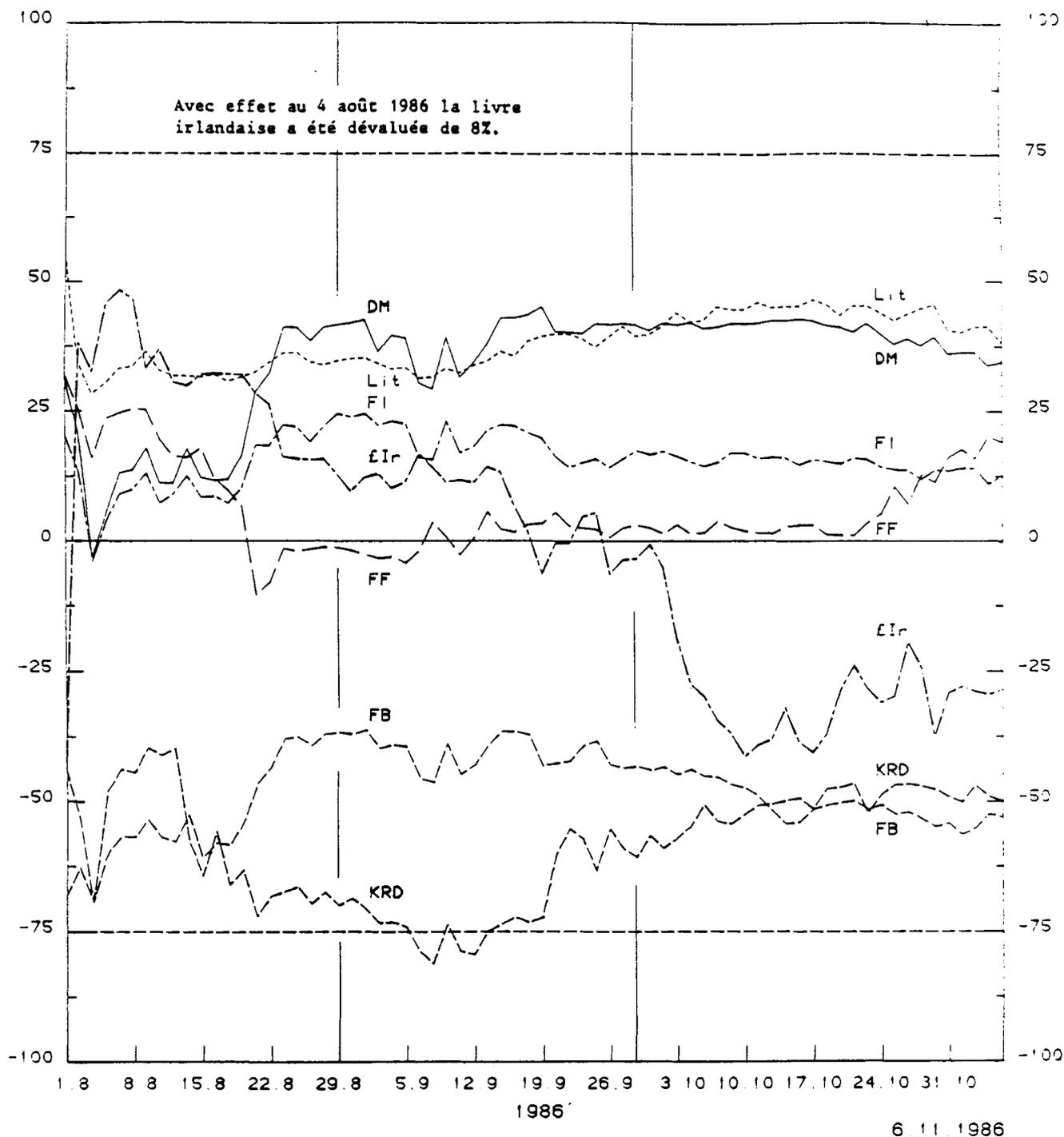
* ECU 0,708946; £ 0,8602; DR 128,4199; PTA 173,2995; ESC 169,7506;
\$Can 1,32; FS 2,593; Yen 251,1503; KRS 8,985; KRN 9,0875; cours
médian des monnaies participant au SME 0,71678. Le cours médian
des monnaies participant au SME représente la moyenne journalière
des cours des deux monnaies à marge de fluctuation de 2,25%,
exprimés en dollars EU, qui se sont éloignés le plus de leurs
cours-pivots bilatéraux actuels.

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



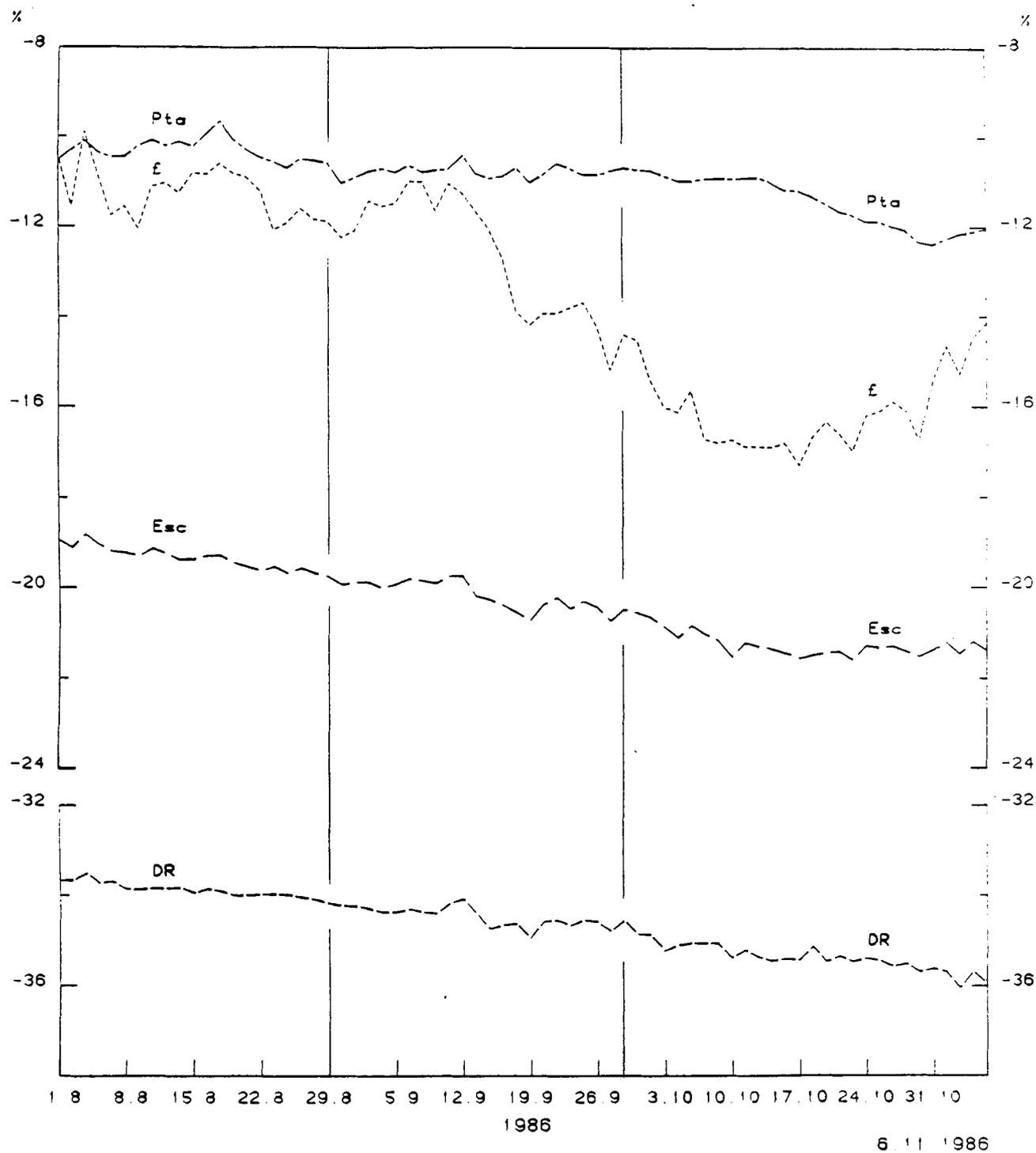
* Les cours d'interventions supérieur et inférieur de la lire italienne représentent l'écart maximal théorique par rapport à la monnaie la plus faible respectivement la plus forte dans la bande de fluctuation étroite de $\pm 2,25\%$.

EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE *



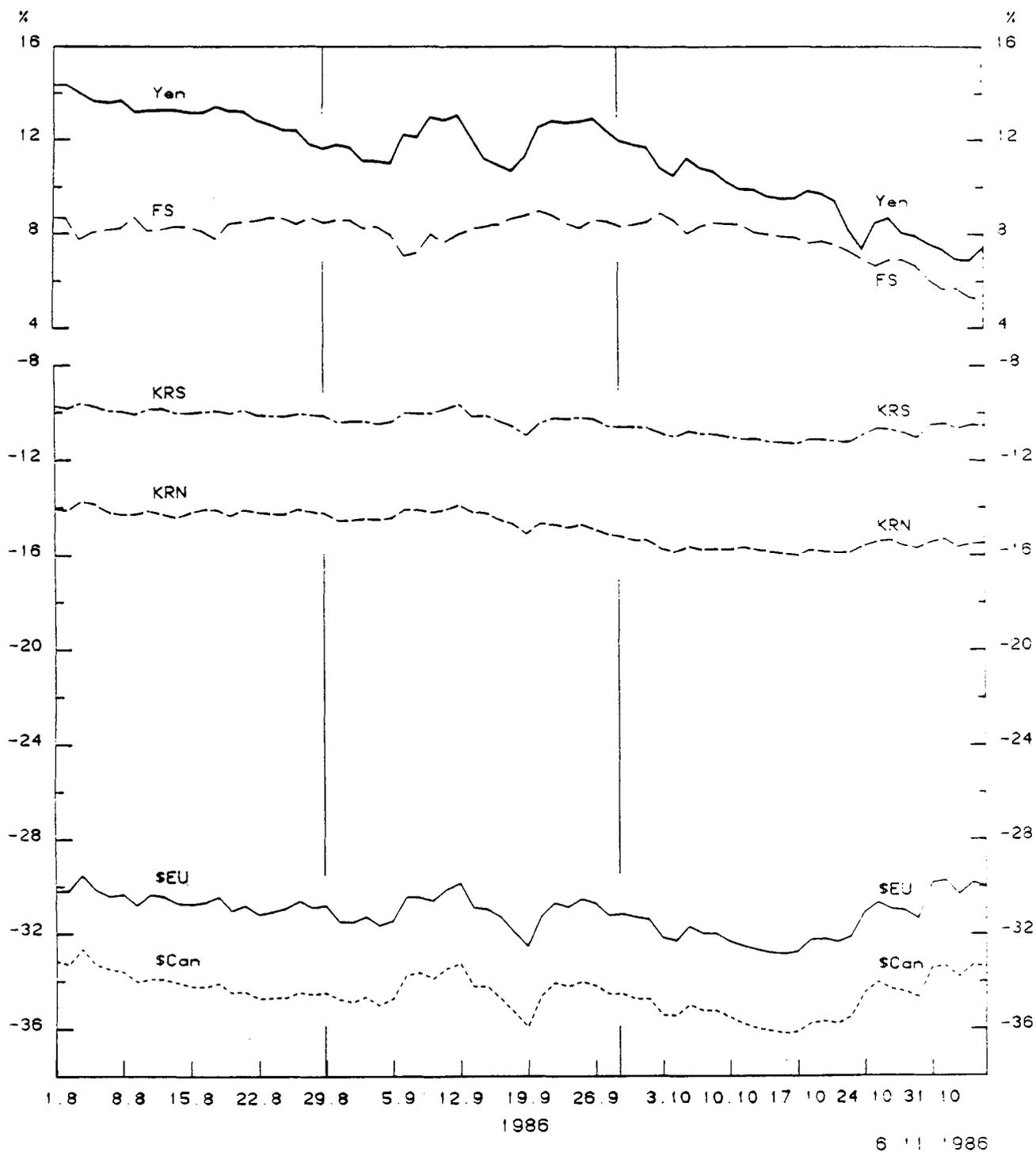
* L'indicateur de divergence a pour but de mesurer, sur une base comparable pour toutes les monnaies participant au mécanisme de change européen, la position d'une monnaie vis-à-vis de son cours-pivot ECU. L'écart maximal de divergence est le pourcentage maximal par lequel le cours de marché de l'ECU dans chaque monnaie peut s'apprécier ou se déprécier par rapport à son cours-pivot ECU; il est exprimé par ± 100 , le seuil de divergence étant ± 75 . Les données qui ont servi de base à l'établissement de ce graphique sont les cours de l'ECU exprimés en termes de diverses monnaies, cours qui sont toutefois corrigés des effets des fluctuations de la lire italienne et de la livre sterling au-delà de la marge de 2,25% vis-à-vis des autres monnaies participant au SME.

EVOLUTION DE LA LIVRE STERLING, DE LA DRACHME, DE LA PESETA ET DE
L'ESCUDO PAR RAPPORT A L'ECU SUR LA BASE DES COURS DU MARCHE RELEVES
LE 31 DECEMBRE 1984 *



* £ 0,609846; DR 91,0428; PTA 122,86; ESC 120,344.

EVOLUTION DES MONNAIES DES BANQUES CENTRALES HORS CEE PARTICIPANT
A LA CONCERTATION PAR RAPPORT A L'ECU SUR LA BASE DES COURS DU
MARCHE RELEVES LE 31 DECEMBRE 1984 *



* \$EU 0,708946; \$Can 0,935808; FS 1,8383; Yen 178,052; KRS 6,36988;
KRN 6,44254.