

PROTOKOLL\*

DER 212. SITZUNG DES AUSSCHUSSES DER PRAESIDENTEN  
DER ZENTRALBANKEN DER MITGLIEDSTAATEN  
DER EUROPÄISCHEN WIRTSCHAFTSGEMEINSCHAFT  
BASEL, DIENSTAG, 10. FEBRUAR 1987, 10 UHR

---

Anwesend sind: der Gouverneur der Banca d'Italia und Ausschussvorsitzende, Herr Ciampi, begleitet von den Herren Dini, Masera und Micossi; 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 Karamouzis; der Gouverneur der Banco de Espana, Herr Rubio, begleitet von den Herren Sánchez-Pedreno und Durán; der Gouverneur der Banque de France, Herr de Larosière, 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 Präsident der Nederlandsche Bank, Herr Duisenberg, begleitet von den Herren Szász und Brockmeijer; der Gouverneur der Banco de Portugal, Herr Tavares Moreira, begleitet von Herrn Marques; der geschäftsführende Direktor der Bank of England, Herr Loehnis, begleitet von Herrn Kirby; 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. Zugewogen ist ferner Herr Dalgaard, Vorsitzender der Experten-Gruppe. 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, in der Sitzung vom 10. März 1987 gebilligte Fassung, die gegenüber dem Entwurf nur einige Aenderungen redaktioneller Art aufweist.

Der Vorsitzende eröffnet die Sitzung und begrüsst Herrn Jacques de Larosière auf das herzlichste. Der neue Gouverneur der Banque de France sei eine Persönlichkeit, die allen Ausschussmitgliedern wohlbekannt sei; diese freuten sich schon jetzt auf seine mit Sicherheit wertvollen und fundierten Diskussionsbeiträge. Aufgrund seines langjährigen Wirkens sowohl als Direktor des Finanzministeriums in Frankreich als auch als Generaldirektor des Internationalen Währungsfonds kenne Herr de Larosière alle Gouverneure, und es bleibe ihm nur noch, sich in diesen neuen Kreis zu integrieren.

Der Vorsitzende fügt an, dass Herr Leigh-Pemberton sich für seine durch anderweitige Verpflichtungen in London bedingte Abwesenheit entschuldigt hat und von Herrn Loehnis vertreten wird.

I. Billigung des Protokolls der 210. und 211. Sitzung

Der Ausschuss billigt einstimmig die Protokolle der 210. und 211. 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 auf den Devisenmärkten der an der Konzertation beteiligten Länder im Januar und während der ersten Februartage 1987 durch Herrn Dalgaard;
- Verabschiedung des Ausschussberichts an die Finanzminister der EG-Länder;
- Monatsstatistiken.

Herr Dalgaard weist zunächst darauf hin, dass der österreichische Schilling erstmals im Konzertationsbericht und in den Statistiken enthalten ist; im weiteren hebt er die nachstehend zusammengefasst wiedergegebenen Entwicklungen hervor:

- Extrem starke Schwankungen des Dollarkurses Anfang Februar; am Montag, den 9. Februar betrug beispielsweise die Tagesschwankung in Frankfurt mehr als 3%.

- Das hohe Volumen der Dollarkäufe, das im Januar und Anfang Februar US-\$ 13,5 Mrd. erreichte, wovon US-\$ 8,5 Mrd. auf die Bank of Japan entfielen; trotz dieser hoher Interventionen hielt der Kursrückgang des Dollars an.

- Die geringe Veränderung der Marktkurse der EWS-Währungen nach der Leitkursneufestsetzung, verglichen mit den vorherigen Kursen; diese geringe Veränderung ist sicherlich eine der Faktoren, mit der das geringe Volumen der Kapitalrückflüsse erklärt werden kann. Diese Rückflüsse haben in den vier Wochen nach dem Realignment nur rund US-\$ 4 Mrd. erreicht (US-\$ 2,5 Mrd. bei Italien und fast US-\$ 1 Mrd. bei Frankreich), wohingegen in den sechs Wochen vor der Leitkursneufestsetzung die Kapitalabflüsse aus Frankreich, Dänemark, Belgien, Irland, Italien und den Niederlanden US-\$ 20 Mrd. betragen hatten.

- Die Bank of England, die jüngst ermächtigt wurde, private ECU zu halten, erwarb im Januar einen Betrag von ECU 50 Mio. und wurde damit die sechste europäische Zentralbank, die Guthaben in privater ECU ausweist.

- Die Interventionen der Federal Reserve Bank of New York für Rechnung der Bank of Japan; es handelte sich dabei um einen geringen Betrag (Yen-Verkäufe im Gegenwert von US-\$ 50 Mio.), der gleichwohl Eindruck am Markt hinterliess.

Herr Dini erklärt, dass Herr Dalgaard in seinen Ausführungen einige der Beobachtungen der Stellvertreter aufgegriffen habe. Diese hätten festgestellt, dass die am 12. Januar 1987 vorgenommene Anpassung der Leitkurse im Gegensatz zum Realignment vom April 1986 keine Kapitalrückflüsse bedeutenden Umfangs nach sich zog, obwohl die deutschen Zinssätze gegen Ende Januar im Vergleich zu jenen der anderen EWS-Länder zurückgingen. Die Stellvertreter seien der Meinung gewesen, dass die anhaltende Dollarschwäche möglicherweise ein die Rückflüsse hemmender Faktor gewesen sei. Der Text des Konzertationberichts habe eine Ergänzung erfahren, in der diese Analyse wiedergegeben worden sei, die im übrigen wohl eine Bestätigung durch die Tatsache erfahren habe, dass in den letzten Tagen mit einer gewissen Festigung des Dollars ein grösserer Kapitalrückfluss eingesetzt habe.

Der Vorsitzende stellt fest, dass der Konzertationsbericht zu keinen Bemerkungen Anlass gibt; dieser wird vom Ausschuss gebilligt und den Finanzministern der EG-Länder nach dem üblichen Verfahren zugeleitet.

III. Gedankenaustausch über das Arbeitsprogramm des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten für 1987 und im besonderen das Mandat betreffend den Ausbau des EWS

Der Vorsitzende erwähnt, dass zu Händen der Zentralbankpräsidenten der Entwurf eines Arbeitsprogramms vorbereitet und vor der Sitzung verteilt worden sei; die Stellvertreter hätten diesen Entwurf geprüft.

A. Referat von Herrn Dini

Herr Dini erklärt, die Stellvertreter hätten sich im Rahmen ihrer Aussprache zustimmend zum Programmentwurf geäußert, seien allerdings der Auffassung gewesen, dass die den Ausbau der EWS-Mechanismen (Punkt 1 des Programms) und die Auswirkungen der Liberalisierung des Kapitalverkehrs (Punkt 2) betreffenden Fragen eng miteinander verknüpft seien, weshalb es angebracht wäre, wenn der Bericht der Zentralbankpräsidenten an den Rat der Wirtschafts- und Finanzminister beide Fragenkomplexe abdecke. Die Stellvertreter seien auch der Auffassung, dass die einzelnen Themen zunächst von den Expertengruppen und dann von den Stellvertretern mit Blick auf die Vorbereitung der Diskussionen der Zentralbankpräsidenten untersucht werden sollten. Die Zentralbankpräsidenten könnten nach Meinung der Stellvertreter zur Tagung des Rates der Wirtschafts- und Finanzminister im Juni einen Vorbericht und auf dem informellen Treffen dieses Rates im September einen Schlussbericht vorlegen.

Zu einzelnen Themen des Arbeitsprogramms sei wie folgt Stellung genommen worden:

- Was das Verfahren zur Neufestsetzung der Leitkurse anbelangt, so haben einige Stellvertreter die Auffassung geäußert, dass es besser wäre, nicht ausdrücklich von der Möglichkeit zu sprechen, auf den Ausschuss der Zentralbankpräsidenten direkt die Verantwortung für geringe Leitkursanpassungen technischer Natur zu übertragen; einige Stellvertreter haben

zu Bedenken gegeben, dass es zwar in der Tat nützlich wäre, Realignments zu "entdramatisieren", daraus jedoch die Gefahr erwachsen könnte, dass die disziplinierende Wirkung fester Wechselkurse vermindert und das EWS sich in die unerwünschte Richtung eines "crawling peg" entwickelt.

- Bei der Bewertung der Funktionstüchtigkeit des EWS muss der Zusammenhang zwischen den intramarginalen Interventionen, der Flexibilität der Wechselkurse im Innern der Schwankungsmarge und den zwischen den einzelnen Partnerländern bestehenden Zinsdifferenzen ins Kalkül gezogen werden; betont wurde auch die Notwendigkeit, die Symmetrie des Systems insbesondere in bezug auf die Verteilung der Interventionslast zu verbessern.

- Einige Stellvertreter waren der Auffassung, dass die Rolle der ECU, insbesondere ihre Akzeptanz, innerhalb des Systems nicht vernachlässigt werden darf.

- Mehrere Stellvertreter haben hervorgehoben, wie wichtig der Dollarkurs - bis zu einem gewissen Grad auch der Yen-Kurs - für das Geschehen im EWS ist; dieser Punkt müsste deshalb im Rahmen der Würdigung des Funktionierens der EWS-Mechanismen in den letzten Monaten und bei der Formulierung von Vorschlägen zum Ausbau dieser Mechanismen in Rechnung gestellt werden.

- Ferner wurde angemerkt, dass geprüft werden müsste, welche Auswirkungen die Liberalisierung des Kapitalverkehrs auf die Länder hat, die derzeit nicht am Wechselkursmechanismus teilnehmen. Auch wurde betont, dass der Prozess der Liberalisierung des Kapitalverkehrs wichtige Zukunftsfragen aufwirft, die zusätzlich zu den Aspekten, die ausschliesslich mit den EWS-Mechanismen verbunden sind, untersucht werden müssten.

## B. Diskussion des Ausschusses

Der Vorsitzende dankt Herrn Dini, und bevor er die Diskussion eröffnet, berichtet er kurz über das Arbeitessen der Finanzminister, das am Montag, dem 9. Februar 1987, unter Teilnahme des Kommissionspräsidenten Delors sowie des Vorsitzenden des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten beziehungsweise des Währungsausschusses in Brüssel stattfand.

Die Minister würden dem Mandat, dass sie beim letzten Realignement erteilt hätten, grosse Bedeutung beimessen. Die im Arbeitsprogramm des Ausschusses aufgeführten Themen, namentlich die beiden ersten Punkte

(Stärkung der Funktionsmechanismen des EWS sowie Implikationen der Liberalisierung des Kapitalverkehrs in der Gemeinschaft), tragen den Anliegen der Minister Rechnung. Diese hätten überdies den Nachdruck darauf gelegt, das Verfahren der Leitkursneuordnung zu entdramatisieren, wenn es sich um geringe Änderungen der Leitkurse handle, die keine wirtschaftspolitischen Massnahmen nach sich zögen. Sie hätten darüber hinaus den Zusammenhang hervorgehoben, der zwischen der Wechselkurs- und der Geldpolitik im Rahmen des EWS bestehe; schliesslich sei betont worden, dass es immer dann ratsam sei, Vorsorgemassnahmen zu treffen, wenn eine neue Etappe bei der Liberalisierung des Kapitalverkehrs zurückgelegt sei, also ein Interesse bestehe, dass der Liberalisierungsprozess graduell und behutsam verlaufe.

Die Minister wünschten, dass die Arbeiten der beiden Ausschüsse zu Schlussfolgerungen in "Paketform" führen, um so das EWS effektiv zu stärken, möglichst bevor es von neuen Spannungen heimgesucht wird; sie seien deshalb um den Zeitplan besorgt und wünschten für das informelle Treffen am 3., 4. und 5. April 1987 über einen mündlichen Bericht zu verfügen, möglichst mit einigen Vorschlägen darin.

Der Vorsitzende, wie im übrigen auch der Vorsitzende des Währungsausschusses, hätte geltend gemacht, dass die Frist äusserst kurz sei und der Bericht der Zentralbankpräsidenten zum Zeitpunkt Anfang April nur von vorläufiger Natur sein könnte, mit Fragen und Leitgedanken, aber ohne detaillierte Schlussfolgerungen. Aber unabhängig davon, wie Fristen und Zeitplan beschaffen seien, der Ausschuss müsse nunmehr seine Marschrichtung und sein Arbeitsverfahren organisieren.

Herr Pöhl meint, es werde unmöglich sein, den Ministern zu folgen, wenn sie derart kurze Fristen setzten. Im übrigen sei die Deutsche Bundesbank eine unabhängige Institution, die keine ministerielle Anordnungen akzeptieren könne, auch nicht aus Anlass einer Sitzung des Rats der Wirtschafts- und Finanzminister. Zum anderen seien die genannten Themen weder neu noch besonders dringlich; die Zentralbankpräsidenten erörterten sie bereits seit Jahren, und es sei nicht realistisch, zu hoffen, sie könnten innerhalb von zwei Monaten echte Fortschritte erzielen. Im Rahmen der Bemühungen zur Stärkung der Funktionsmechanismen des EWS werde an einen Ausbau der intramarginalen Interventionen und an eine Diversifizierung der Devisenreserven bestimmter Zentralbanken im Sinne der Einbeziehung einiger ECU-Bestände und von Gemeinschaftswährungen neben Dollar und SZR

gedacht. Es handle sich hierbei um Fragen, die in Deutschland in die Zuständigkeit der Zentralbank fielen. Unabhängig davon stelle das EWS ein Uebereinkommen zwischen Zentralbanken dar, und diesen obliege es nicht, Rechenschaft abzulegen und den Ministern Aenderungsvorschläge zu unterbreiten, damit diese sie guthiessen.

Herr Pöhl verweist darauf, dass er diese Auffassung im Rahmen der Gespräche über das Realignment vom 12. Januar 1987 vorgetragen habe. Der Währungsausschuss sei von anderer Art, da er aus Vertretern der Zentralbanken und der Finanzministerien bestehe, wohingegen die Zentralbankpräsidenten mit dem Vollzug eines zwischen den Zentralbanken geschlossenen Abkommens betraut seien; im übrigen komme den Fragen des EWS sicherlich grosse Bedeutung zu, doch bestehe die Gefahr, sie zu einem Zeitpunkt an die Oeffentlichkeit zu bringen, zu dem es bereits sehr schwierige Probleme mit den grossen westlichen Partnerländern gäbe, namentlich den Vereinigten Staaten.

Wie dem auch sei, der Ausschuss müsse ein Arbeitsverfahren festlegen und die Expertengruppen sowie die Stellvertreter mit Untersuchungen betrauen. In der März Sitzung könnten die Zentralbankpräsidenten die ersten Ergebnisse dieser Arbeiten in Augenschein nehmen und entscheiden, was sie den Ministern bereits mitteilen könnten, sowie eventuell prüfen, ob eine Aenderung des Abkommens vom 13. März 1979 in Aussicht genommen werden sollte. Allerdings enthalte dieses sehr eindeutige Verpflichtungen, und Aenderungen an ihm könnten möglicherweise zu etwas schwerfälligen Verfahren führen, was erörtert werden müsse. Den Finanzministern könnte man das Arbeitsverfahren darlegen und vielleicht eine generelle Vorstellung von der Orientierung der sachlichen Arbeit geben, dabei aber darauf bedacht sein, nicht zu grosse Hoffnungen oder Erwartungen bezüglich der Resultate zu wecken.

Herr Duisenberg stellt sich hinter die Ausführungen von Herrn Pöhl und fragt den Vorsitzenden, ob der Plan zum Ausbau des EWS, dessen Vorlage durch den französischen Minister Balladur offenbar unmittelbar bevorstehe, bei dem Arbeitessen zur Sprache gekommen sei und ebenfalls Bestandteil des Arbeitsprogramms des Ausschusses werde.

Der Vorsitzende erklärt, dass Herr Balladur von einem Memorandum gesprochen habe, das Frankreich demnächst vorlegen werde, nichts jedoch über dessen Inhalt ausgesagt habe.

Herr Hoffmeyer trägt einige Ueberlegungen vor, die Eingang in die vorzunehmenden Untersuchungen finden könnten. Es handle sich insbesondere um die drei folgenden Themen: der Kursrückgang des Dollars gegenüber den Gemeinschaftswährungen und die sich daraus für das EWS ergebenden Spannungen; die Bemühungen um eine verstärkte Liberalisierung des Kapitalverkehrs; Analyse der Arten von Kapitalbewegungen, die in den letzten Monaten für die Spannungen im EWS von wesentlicher Bedeutung waren.

Man könne sich fragen, ob der Zusammenhang zwischen dem Dollarsturz und den Spannungen im System wirklich bestehe. Die Experten könnten diesem Zusammenhang nachgehen, und zwar von Beginn des Dollarkursrückgangs im Jahr 1985 an, und versuchen, den Einfluss dieses relativ beständigen äusseren Faktors gemessen an dem endogener Faktoren zu ermitteln, die sehr viel mehr vorläufiger Natur sein können, wie es beispielsweise bei den politischen und sozialen Schwierigkeiten in Frankreich im Dezember der Fall gewesen sei. Es sei klar, dass Spannungen immer dann aufträten, wenn es im Währungssystem einen Abwertungskandidaten gebe.

Was den Kapitalverkehr angehe, so sei es sehr schwierig, zwischen rein monetär bedingten Kapitalströmen und fundamentalen Bewegungen zu unterscheiden, und gefährlich, glauben zu machen, eine solche klare Unterscheidung sei möglich. Die Politiker gerieten dadurch in Versuchung, den Kapitalverkehr erneut reglementieren zu wollen, um erneuten Schwierigkeiten vorzubeugen.

Herr de Larosière stellt verschiedene Ueberlegungen an. Das europäische Wechselkursübereinkommen werde von heftigen und unberechenbaren äusseren Schocks heimgesucht. Wie bereits gesagt worden sei, sei es zwischen den europäischen Währungen und dem Dollar zu Kursveränderungen von mehr als 3% innerhalb ein und desselben Tages und zu noch grösseren Schwankungen innerhalb eines Monats gekommen. Es sei offensichtlich, dass der Wechselkursmechanismus in einem äusseren Umfeld operiere, das sehr viel mehr Störungen aufweise, als man 1979 vorhersehen konnte, weshalb man, wolle man den Mechanismus nicht schwächen, darüber nachdenken müsse, wie man ihn ausbauen oder anpassen könne, um derart ungeordneten und mitunter destruktiven Wechselkursbeziehungen zu Drittwährungen begegnen zu können.

Viele Jahre lang habe das EWS eine nützliche Warnfunktion für Währungen, die Abwertungskandidaten waren, übernommen; die Wirtschaftspolitik in Partnerländern wurde vielfach positiv aufgrund der Notwendigkeit beeinflusst, wiederholte Abwertungen innerhalb des Systems zu vermeiden. Es sei nun ziemlich paradox, festzustellen, dass das letzte Realignment zu einer Zeit, in der die Konvergenz im Sinne eines besseren Im-Griff-Habens der Inflation beträchtliche Fortschritte gemacht habe, diese Warnfunktion nicht ausgeübt habe. Ausgelöst worden sei diese Leitkursneuerung nicht durch Divergenzen in der Geld- oder Haushaltspolitik sondern durch Gründe, die zu einem grossen Teil mit dem internationalen Wechselkursgefüge zusammenhingen. Hier seien Ueberlegungen erforderlich. Je mehr die Politik der einzelnen Länder konvergiere, desto unberechenbarer seien die Kapitalströme; letztere nähmen das geringste Geschehen, etwa einen Tarifkonflikt, zum Anlass, um auf Paritätsänderungen zu dringen. Somit werde es sehr schwierig, das System zu steuern. Die Ueberlegungen müssten auf das Beharren dieser Ungleichgewichte und äusseren Schocks und deren Einfluss auf die Geldpolitik und deren Koordinierung gelenkt werden. In diesem Sinne müsse man die in Brüssel vorgetragenen französischen Ideen auslegen, und nicht im Sinne eines neuen Plans, mit dem auf alle Fragen des internationalen Währungssystems geantwortet werden soll. Im Rahmen dieser Ueberlegungen zum Ausbau des EWS sei die Position der Gemeinschaftswährungen gegenüber dem Dollar und dem Yen bedeutsam. Hierzu stellten sich mehrere Fragen: Sollten für diese Währungen adäquate Wechselkurszonen festgesetzt werden, und wie wären sie weiterzuentwickeln? Sollte mit dem Dollar und dem Yen in gleicher Weise verfahren werden, oder vielmehr eine ausgeprägte erneute hohe Bewertung der japanischen Währung aufgrund von deren Entwicklung in den letzten Monaten angestrebt werden? Die Devisenmärkte könnten nur dann von einer Stabilisierung der Wechselkurse nachhaltig überzeugt werden, wenn die fundamentalen politischen Gegebenheiten in den USA, Japan und den grossen europäischen Ländern konvergieren.

Die Interventionen seien ebenfalls eines der stabilisierenden Elemente im EWS; sie werfen die Frage nach den Beziehungen zwischen den europäischen Zentralbanken unter sich und den Beziehungen zwischen ihnen und der amerikanischen und japanischen Notenbank auf. Die interne Funktionsweise des EWS werfe ebenfalls verschiedene Fragen auf, so die nach der Rolle und dem Wert intramarginaler Interventionen, nach den Deviseneinspa-

rungen, die diese im Vergleich zu den an den Interventionspunkten vorgenommenen Interventionen bewirken können, und nach den verschiedenen Verfahren, mit denen man innerhalb der Bandbreiten intervenieren könne. All diese Gedankengänge seien bereits von einigen Mitgliedern des Ausschusses und namentlich dem vorherigen Gouverneur der Banque de France vorgetragen worden; ergänzend könnte man noch das Konzept des Abweichungsindikators wiederbeleben, nämlich in der Weise, dass er früher aufleuchte und besser an die Gegebenheiten angepasst sei, sowie die Idee, die Ueberwachung von Kompatibilität und Kohärenz der Wirtschaftspolitik der Partner des Systems zu verstärken. All diese Fragen seien auf pragmatische Weise im Lichte der jüngsten Ereignisse zu prüfen.

Der Vorsitzende kommt auf die Ausführungen von Herrn Pöhl zurück und betont erneut, dass es während des Ratsessens keineswegs den Versuch gegeben habe, sich Zuständigkeiten der Zentralbankpräsidenten anzueignen. Einem derartigen Unterfangen hätte er sich als erster entgegengestellt. Es seien lediglich Vorschläge zu den zu untersuchenden Fragen gemacht worden, und ausserdem habe man auf grösstmögliche Eile gedrängt; er selbst habe geltend gemacht, dass eine Untersuchung dieser Themen vernünftige Zeitspannen erfordere und dass die Zentralbankpräsidenten für die informelle Sitzung von Anfang April nur einen sehr vorläufigen Bericht vorlegen könnten.

Was das Arbeitsprogramm angehe, so schlage er vor, den Anregungen der Stellvertreter zu folgen, also die Punkte 1 und 2 (Ausbau der Funktionsmechanismen des EWS und Folgen der Liberalisierung des Kapitalverkehrs) neu zu gruppieren. Diese beiden Punkte, die den Kern des Mandats der Minister ausmachten, könnten von den Experten, den Stellvertretern und den Zentralbankpräsidenten behandelt werden, mit dem Ziel, einen Bericht für Juni oder Juli fertigzustellen. Die Frage eines späteren Ausbaus des EWS könnte im zweiten Halbjahr angegangen werden, und die periodisch wiederkehrenden Untersuchungen, wie die über die Geldpolitik und die öffentlichen Finanzen, würden in der Regel zu den üblichen Zeiten vorgenommen werden.

Herr O'Cofaigh meint, dass es im Rahmen der Untersuchungen über den Ausbau des EWS und die Auswirkungen der Liberalisierung des Kapitalverkehrs von Bedeutung sei, die Teilnahme sämtlicher EG-Länder am Wechselkursmechanismus darin einzuschliessen.

Herr Chalikias führt aus, dass die Liberalisierung des Kapitalverkehrs wichtige Auswirkungen auf den Kurs der Geld- und Währungspolitik in den Ländern haben werde, die nicht am Wechselkursmechanismus teilnähmen und deren Finanzmarkt relativ unterentwickelt sei; es sei deshalb angezeigt, diese Aspekte bei den Studien zu berücksichtigen.

Einer Aufforderung des Vorsitzenden folgend erläutert Herr Dini die Vorschläge der Stellvertreter zur Organisation der Arbeiten.

Die Stärkung der Funktionsmechanismen des EWS würde zunächst von der "Dalgaard-Gruppe" untersucht und analysiert werden, während sich die "Raymond-Gruppe" mit den Auswirkungen der Liberalisierung des Kapitalverkehrs befassen würde.

Bezüglich des ersten Themas könnten die Frage der Verbesserung des Verfahrens zur Leitkursneufestsetzung und die juristischen Aspekte namentlich hinsichtlich kleinerer Realignments eine gewisse Priorität erfahren, dies vor dem Hintergrund der Äusserungen der Minister am Ratsessen. Als zweites könnte sich die "Dalgaard-Gruppe" mit den Vorgängen und Bedingungen befassen, die dem letzten Realignment vorangingen und folgten, namentlich mit der Entwicklung der Interventionen und deren Verbindung zur Ausnutzung der Schwankungsmarge und mit den Zinsdifferenzen.

Die "Dalgaard-Gruppe" würde sich ferner in einer zweiten Phase mit anderen Themen befassen, so etwa mit der Frage der Interventionswährungen und der Aufteilung der Interventionslasten, der Frage, welche Folgen die instabilen Kurse von Dollar und Yen auf das EWS haben, der Frage der Kreditfazilitäten und deren Angemessenheit angesichts des riesigen Umfangs der Kapitalströme und deren zunehmender Liberalisierung.

Was die Auswirkungen der Dollar- und Yen-Entwicklung auf das EWS anbelange, habe Herr Bockelmann erklärt, dass in der BIZ eine die Arbeiten der "Dalgaard-Gruppe" zu diesem Thema ergänzende Analyse angestellt werden könnte.

Die "Raymond-Gruppe" würde sich mit den Folgerungen befassen, die sich für die Geldpolitik aus der Liberalisierung des Kapitalverkehrs ergeben (Notwendigkeit einer verstärkten Koordinierung der Festsetzung und Verwirklichung des Geldmengenziels).

Die zwei Expertengruppen würden in den nächsten Tagen ein detaillierteres Mandat erhalten; sie würden im Februar zusammenkommen, und die Stellvertreter würden auf der Grundlage der Vorarbeiten der

Gruppen die vorbereitenden Arbeiten für die Diskussion der Zentralbankpräsidenten in deren Sitzung am 10. März 1987 leisten, die das letzte Treffen innerhalb des normalen Zeitplans vor der informellen Tagung des Rates der Wirtschafts- und Finanzminister Anfang April sei.

Herr de Larosière hält es für sinnvoll, in die Ueberlegungen der "Dalgaard-Gruppe" die Frage der Wechselkursbeziehungen zwischen den EWS-Währungen und dem Dollar und dem Yen einzubeziehen. Diese Frage könne nämlich nicht getrennt von der Untersuchung der während des Realignment herrschenden Umstände und der Möglichkeiten einer besseren Organisation der Interventionen im EWS betrachtet werden.

Herr Dini erklärt, dass seine Bemerkungen in dieselbe Richtung gingen; die "Dalgaard-Gruppe" müsste natürlich die Folgen der Variabilität von Dollar und Yen auf das EWS untersuchen, die BIZ könnte entweder Vorarbeiten für diese Studie leisten oder eine vertiefte Analyse zu einigen Aspekten vornehmen.

Herr Pöhl meint, die Frage der Realignmentverfahren sollte vielleicht eine geringere Priorität erhalten, wobei man die juristischen Aspekte klären müsse. Es handle sich hierbei eher um eine politische Frage, die auch den agromonetären Mechanismus berühre, wobei es fraglich sei, ob die Minister bereit seien, ihre Zuständigkeit in diesem Bereich an die Zentralbankpräsidenten abzugeben. Hingegen hätten die Notenbankgouverneure jegliche Zuständigkeit in Interventionssachen. Es müsse objektiv und vorurteilslos geprüft werden, ob intramarginale Interventionen, auf die in letzter Zeit sehr häufig zurückgegriffen wurde, dem System insgesamt Vorteile gebracht haben. Es sei daran zu erinnern, dass von Anfang Dezember bis zur Neufestsetzung der Leitkurse die intramarginalen Interventionen etwa US-\$ 20 Mrd. und die an den Interventionspunkten vorgenommenen Interventionen US-\$ 16 Mrd. betragen hätten. Man könne die Frage stellen, ob eine flexiblere Ausnutzung der Schwankungsmarge den Zielen des EWS nicht besser gedient und weniger Interventionen ermöglicht hätte. Italien sei hierfür ein ausgezeichnetes Beispiel, denn die grössere Bandbreite der Lira erlaube eine erhöhte Flexibilität, welche die Währungsbehörden ausnützen und die ihnen helfe, Reserven zu sparen. Es treffe auch zu, dass man zahlreiche Interventionen, intramarginale wie marginale, hätte sparen können, wenn man das Realignment bereits im November oder Dezember vorgenommen hätte, was aus politischen Gründen nicht möglich gewesen sei.

Die Experten sollten all diese Entwicklungen und Gesichtspunkte untersuchen und versuchen, Vorschläge zu machen. Allerdings könne man wohl nicht hoffen, schnelle und gleichzeitig substantielle Änderungen am EWS vorzunehmen. Das System habe ja auch nach wie vor seine Vorzüge; die Ereignisse der letzten Monate dürften nicht dramatisiert werden und rechtfertigten keine Eile bei der Modifizierung der geltenden Regeln.

Herr Pöhl schliesst mit der Bemerkung, dass er mit den Vorschlägen des Vorsitzenden zu dem Arbeitsprogramm als Ganzes und insbesondere den Implikationen der Liberalisierung des Kapitalverkehrs übereinstimme.

Herr Godeaux teilt die Auffassung von Herrn Pöhl, wonach die Zentralbankpräsidenten nicht Weisungen der Minister in Angelegenheiten akzeptieren könnten, die in die Zuständigkeit der Zentralbanken fielen. Dies verhindere nicht, bei den Arbeiten den Anliegen der Minister beispielsweise in bezug auf den Zeitplan Rechnung zu tragen und das Mandat sehr ernst zu nehmen, das auch dem Währungsausschuss erteilt worden sei.

Die anstehenden Fragen seien komplex und bereits in der Vergangenheit untersucht worden. Es seien jedoch zusätzliche Informationen erforderlich. Das Problem der intramarginalen Interventionen, das von grosser Wichtigkeit sei, müsse beispielsweise mit Pragmatismus und in dem Bestreben untersucht werden, herauszufinden, ob das Konzept intramarginaler Interventionen seine Rechtfertigung habe, ob es zu einer Annäherung der faktischen Gegebenheiten und der politischen Programme führen könne und ob es die Zahl der Interventionen im Vergleich zu den an den Interventionspunkten vorgenommenen verringere.

Man müsse auch, wie Herr Hoffmeyer angeregt habe, der Frage nachgehen, ob die Dollarkursentwicklung zwangsläufig einen entscheidenden Einfluss auf das Entstehen von Spannungen im EWS habe. Denn lange Zeit sei der Dollar gesunken, ohne dass es zu Spannungen im System kam. Die "Dalgaard-Gruppe" sei bereits beauftragt worden, eine eingehendere Analyse über die Art der Kapitalströme, die es vor der letzten Leitkursneuordnung gab, vorzunehmen.

Herr Godeaux äussert seine generelle Zustimmung zu dem den Zentralbankpräsidenten vorgelegten Arbeitsprogramm des Ausschusses und im besonderen zu den Verfahrensvorschlägen von Herrn Dini; er habe allerdings drei Vorbehalte anzubringen:

- Was die Folgen und die Voraussetzungen der Liberalisierung des Kapitalverkehrs anbelange, dürfe man den durch die Initiative der Kommission geschaffenen Schwung nicht verpuffen lassen und zulassen, dass sich Entmutigung und der Gedanke breitmache, man könne die genaue Untersuchung dieses Fragenkomplexes um mehrere Monate oder ein Jahr verschieben. Der günstige Einfluss, den die Liberalisierung des Kapitalverkehrs auf die Allokation der finanziellen und realen Ressourcen haben könne, bleibe bestehen und dürfe nicht deshalb verworfen werden, weil die Aufhebung bestimmter Devisenkontrollen die vor der Leitkursneuordnung zu beobachtenden Kapitalströme womöglich noch verstärkt habe.

- Es sei sehr grosse Zurückhaltung angebracht gegenüber den Erwägungen, dem Ausschuss der Zentralbankpräsidenten ausdrücklich ein Mandat zur Vornahme kleinerer Leitkursneufestsetzungen zu erteilen: Einerseits sei zu befürchten, dass man sich damit dem System des "crawling peg" annähere; andererseits laufe man Gefahr, dass auf die monatlichen Treffen in Basel die gleichen störenden Erwartungen gerichtet sein würden, wie dies bei den Sitzungen der Minister der Fall sei.

- Wie Herr de Larosière bereits betont habe, sollten die Experten bei ihrer Arbeit die internen Probleme des EWS und die Probleme, die sich aus den Wechselkursbeziehungen zwischen den EWS-Währungen, dem Dollar und dem Yen ergeben, nicht trennen und gesondert behandeln.

Herr Loehnis erklärt sein Einverständnis mit dem Arbeitsprogramm und den von Herrn Dini vorgeschlagenen Prioritäten; seiner Auffassung nach sollten allerdings die Periodizität und der Zeitplan der üblichen Berichte der "Raymond-Gruppe" beibehalten werden (also Mai, Juli und Dezember), denn wegen der anderen Sachfragen, die der Gruppe anvertraut worden sind, könnte man über weniger Zeit für die Prüfung der herkömmlichen Berichte verfügen.

Herr Loehnis räumt ein, dass der Gedankenaustausch über die Wechselkursrelationen zwischen dem EWS und dem Dollar, der gewöhnlich im Februar stattfindet, zu diesem Zeitpunkt nicht abgehalten werden könne und dass das Thema der Annäherung zwischen der amtlichen und der privaten ECU auf später vertagt werden müsste.

Herr O'Cofaigh stimmt ebenfalls dem Arbeitsprogramm und den Vorschlägen von Herrn Dini zu; er erklärt, dass es angezeigt wäre, im Rahmen der Studien der "Dalgaard-Gruppe" nicht die Frage der Teilnahme sämtlicher Mitgliedstaaten am Wechselkursmechanismus zu vergessen.

Der Vorsitzende schliesst die Aussprache des Ausschusses mit den nachstehend wiedergegebenen Ueberlegungen:

Beim Ratsessen der Wirtschafts- und Finanzminister in Brüssel hätten die Zentralbankpräsidenten keine Anweisungen von den Ministern erhalten, sondern man habe vom Zeitplan gesprochen und den Wunsch nach einer Beschleunigung der Arbeiten geäussert.

Was das Arbeitsprogramm betreffe, so komme es zunächst darauf an, mehr Aufschlüsse darüber zu erhalten, was sich in jüngster Zeit im EWS ereignet habe, denn eine bessere Kenntnis der Umstände sei der Schlüssel für zukünftige Lösungskonzepte; ferner sei es wichtig, die Auswirkungen der Liberalisierung des Kapitalverkehrs sorgfältig zu untersuchen.

Bei dem Ministeressen sei keine Kritik über die Funktionstüchtigkeit des EWS und auch nicht über das jüngste Realignment laut geworden; es sei lediglich gesagt worden, dass man die Neufestsetzung der Leitkurse entdramatisieren könnte, besonders wenn es sich um geringfügige Aenderungen handle. Unterschiedliche Auffassungen bestanden darüber, wie man diese Entdramatisierung vornehmen könnte; einige meinten, eine Uebertragung von Befugnissen an die Zentralbankpräsidenten wäre überlegenswert, andere äusserten Vorbehalte gegenüber einer solchen Lösung. Es gehe darum, dass die Zentralbankpräsidenten dieser Frage nachgingen, ohne als Bittsteller aufzutreten, denn es sei nicht ihr Wunsch, neue Zuständigkeiten in diesem Bereich zu erhalten; sollten allerdings die Zentralbankpräsidenten solche Zuständigkeiten erhalten, dann müssten sie bereit sein, sie zu nutzen.

Das Arbeitsprogramm des Ausschusses für 1987 sei von den Ausschussmitgliedern weitgehend gutgeheissen worden, und der Vermerk werde geringe Aenderungen erfahren, um den in der Sitzung gemachten Bemerkungen Rechnung zu tragen. Die Expertengruppen sollten zügig, aber nicht überhastet arbeiten; es wäre in der Tat grotesk, annehmen zu wollen, innerhalb so kurzer Zeit könne man zu detaillierten und konkreten Schlussfolgerungen gelangen. Die Zentralbankpräsidenten sollten im März über Vorberichte verfügen, ohne dass man im gegenwärtigen Stadium bereits sagen könne, ob diese sich auf eine Formulierung der Probleme beschränken werden oder bereits einige Lösungsmöglichkeiten aufzeigen. Die Zentralbankpräsidenten sollten, hierauf aufbauend, für das informelle Treffen des Rates der Wirtschafts- und Finanzminister am 3., 4. und 5. April 1987 einen ersten Text erstellen.

IV. Weitere Fragen innerhalb der Zuständigkeit des Ausschusses:

- Umlage der Kosten des Sekretariats des Ausschusses  
für das Jahr 1986

Der Vorsitzende erinnert daran, dass das Sekretariat eine Notiz verteilt hat, und dass gemäss der üblichen Praxis die Kosten der Sekretariate des Ausschusses und des Verwaltungsrats des Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit sowie des Agenten des Fonds zusammen behandelt werden könnten.

Herr Dini erklärt, die Stellvertreter hätten keine besonderen Bemerkungen.

Der Vorsitzende stellt die Zustimmung des Ausschusses zu den gesamten in der Notiz des Sekretariats dargelegten Kosten fest.

- Ausgabe von Banknoten in ECU

Der Vorsitzende ruft in Erinnerung, dass Herr Godeaux in einem Brief an den Vorsitzenden, der den Mitgliedern übermittelt worden ist, den Ausschuss auf einen Plan zur Ausgabe von Banknoten in ECU aufmerksam gemacht hat.

Herr Godeaux stellt zunächst klar, dass es sich bei seinem Brief über diese ECU-Banknote und der Initiative der Königlichen Münzanstalt von Belgien, eine auf ECU lautende Goldmünze zu prägen, um zwei Ereignisse handelt, deren zeitliches Zusammentreffen ein reiner Zufall ist.

Der Plan, eine auf ECU lautende Banknote zu schaffen, kommt von acht sehr bekannten Finanzinstituten, die in mehreren EG-Ländern beheimatet sind. Diese Institute möchten eine Banknote schaffen, die für die Teilnahme und als Eintrittsgeld bei verschiedenen Festlichkeiten anlässlich des 30-Jahr-Jubiläums des Vertrags von Rom dienen würde. Angesichts der Eigenschaften des geplanten Instruments, und da seine Verwendung nicht auf einen bestimmten Anlass beschränkt wäre, sondern während einer gewissen Zeit beibehalten würde, ist die Banque Nationale de Belgique der Meinung, dass aufgrund des belgischen Währungsrechts eine Initiative dieser Art, so sympathisch sie sei, gegen das der Bank vom Gesetz erteilte Notenausgaberecht verstiesse. Da die Initiative von Instituten aus mehreren EG-Ländern ausgeht und diese Pseudo-Banknote in mehreren Ländern der Gemeinschaft Verwendung finden könnte, schien es angebracht, die Zentralbankprä-

sidenten darüber zu unterrichten, damit sie informiert seien und sagen könnten, ob sie selbst im Hinblick auf ihr jeweiliges Währungsrecht den gleichen Standpunkt einnehmen.

Die Goldmünze der Königlichen Münzanstalt Belgiens hat einen grundsätzlich symbolischen Charakter. Zahlreiche Münzanstalten in verschiedenen Ländern haben es sich zur Gewohnheit gemacht, Goldmünzen zu prägen und zu verkaufen, die für ein Publikum von Sammlern und manchmal Hortern bestimmt sind. Das Projekt des belgischen Finanzministers geht davon aus, dass der theoretische Nennwert nur etwa 28% des Sammler- und Marktwerts der Goldmünze entsprechen würde. Diese hätte überdies die recht merkwürdige Eigenschaft, gesetzliches Zahlungsmittel zu sein. Zwei Faktoren haben zusammengewirkt, dass dieser Münze die Eigenschaft eines gesetzlichen Zahlungsmittels zuerkannt wird, was weit über das in solchen Fällen übliche hinausgeht; einerseits erlaubt die Zahlungsmittelleigenschaft die Befreiung des Münzgoldes von der Mehrwertsteuer, andererseits legen die Sammler, wie es scheint, Wert darauf. Alles in allem handelt es sich um eine symbolische Tat und im wesentlichen um eine goldene Medaille, die auf der einen Seite einen Hinweis auf die ECU und auf der anderen ein Porträt von Karl V. tragen wird.

Herr Pöhl ist der Meinung, dass die Prägung dieser Goldmünze in Belgien eher als eine sympathische Anekdote in der Welt der den Sammlern teuren Münzen und Medaillen erscheine und keine Gefahr einer Art Parallelwährung in sich berge. Dagegen sei der Plan, auf ECU lautende Banknoten zu schaffen, sehr viel ernster zu nehmen und besorgniserregend. Diese Noten würden nämlich auf Banknotenpapier mit Wasserzeichen gedruckt. Ein solches Vorgehen sei in Deutschland gesetzwidrig und entspräche einer Fälschung, für die eine Gefängnisstrafe drohe. Ein einziges Institut, die Deutsche Bundesbank, verfüge über das Notenausgaberecht, das auch für Scheine gelte, die geeignet sind, im Zahlungsverkehr an Stelle der gesetzlich zugelassenen Banknoten verwendet zu werden. Es sei daher angezeigt, sich einem solchen Plan zu widersetzen, der ein erster Schritt auf einem gefährlichen Weg wäre.

Als Antwort auf eine Bemerkung von Herrn Pöhl erläutert Herr Loehnis, dass die von schottischen Banken ausgegebenen Banknoten von der Bank of England garantiert werden, dass sie aber eher an den Inhaber zahlbare Anweisungen darstellten; es seien nicht eigentlich Nachahmungen von Banknoten, die im Vereinigten Königreich gänzlich verboten wären.

Herr Godeaux ergänzt, dass sich die Teilnehmer an dem Plan aus vier Banken - der Kredietbank, dem Crédit Lyonnais, dem Istituto San Paolo di Torino und der Lloyds - und aus vier Sparkassen, darunter die luxemburgische Caisse d'Epargne d'Etat und die belgische Caisse d'Epargne et de Retraite, zusammensetzen.

Der Vorsitzende schliesst mit der Erklärung, dass der Ausschuss die Mitteilung von Herrn Godeaux zur Kenntnis genommen hat, und dass der Beschluss der Banque Nationale de Belgique, dem Plan zur Ausgabe von ECU-Banknoten die Zustimmung zu verweigern, dem Standpunkt der EG-Zentralbanken und den geltenden Währungsgesetzgebungen entspricht.

- Jüngste Massnahmen Portugals im Devisenhandel und Bankwesen

Herr Tavares Moreira informiert den Ausschuss, dass in Portugal ein Devisenterminmarkt geschaffen worden und seit dem 2. Februar 1987 in Funktion ist. Es handelt sich um eine erste Etappe, die von den Wirtschaftsteilnehmern günstig aufgenommen worden ist und der weitere folgen sollen, sobald die Umstände es erlauben.

Ueberdies sind die Banken ermächtigt worden, Einlagenzertifikate abzugeben.

Nähere Einzelheiten zu diesen beiden kürzlich getroffenen Massnahmen werden in einem Memorandum dargelegt, das Herr Tavares Moreira an der Sitzung verteilen liess (s. Anlage).

V. Zeit und Ort der nächsten Sitzung

Die nächste Sitzung des Ausschusses findet am Dienstag, dem 10. März 1987, um 10 Uhr in Basel statt.

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

Januar 1987

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 Januar und während der ersten Februartage 1987. Zum ersten Mal wird auch die Entwicklung auf dem österreichischen Devisenmarkt behandelt.

I. ENTWICKLUNG DER WECHSELKURSE

Im Januar zeigten die Devisenmärkte die folgenden Haupttendenzen:

- einen weiteren, beträchtlichen Rückgang des Aussenwerts des US-Dollars vor allem gegenüber den im EWS-Wechselkursmechanismus zusammengeschlossenen Währungen;
- starke Spannungen im EWS, die umfangreiche Interventionen in Form von DM-Abgaben vor der Wechselkursneuordnung am 12. Januar zur Folge hatten;
- das Ausbleiben namhafter Kapitalrückflüsse nach dem Realignment;
- eine weitere Abschwächung des japanischen Yen gegenüber den meisten europäischen Währungen.

---

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

Der Abwärtstrend des US-Dollars verstärkte sich im Januar nach der Bekanntgabe von vorläufigen Statistiken, die ein Rekorddefizit in der US-Handelsbilanz für November in Höhe von US-\$ 19,2 Mrd. zeigten. Diese Statistiken, die später erheblich nach unten revidiert wurden, liessen Zweifel an der Richtigkeit der Auffassung des Marktes aufkommen, dass sich das Ungleichgewicht in der Zahlungsbilanz zu verbessern begonnen hat. Mitte Januar sank der Dollar kurzfristig auf ein Nachkriegstief von unter Yen 150 gegenüber dem japanischen Yen. In der Folge schwächte er sich trotz des EWS-Realignments von Mitte Januar gegenüber den europäischen Währungen weiter ab und fiel gegenüber der D-Mark auf ein Siebenjahrestief von unter DM 1,80. Gegen Monatsende stabilisierte sich der Dollar oberhalb seiner Tiefstkurse vor dem Hintergrund von Gerüchten, die wichtigsten Industriestaaten würden sich treffen, um Massnahmen zur Stabilisierung der Wechselkurse zu erörtern. Zugute kamen dem Dollar auch Berichte über gemeinsame Interventionen, die von der Federal Reserve Bank of New York für die US- und die japanischen Währungsbehörden durchgeführt würden, sowie günstige Wirtschaftsdaten und die Bekanntgabe eines mit US-\$ 10,7 Mrd. sehr viel geringeren Handelsdefizits als erwartet im Dezember. Per saldo verlor der Dollar gegenüber der D-Mark rund 6,5% und gegenüber dem japanischen Yen fast 4,5% an Wert.

Die Spannungen im EWS nahmen in der ersten Januarwoche weiter zu, da der Markt mit einem unmittelbar bevorstehenden Realignment rechnete. Die meisten Partnerzentralbanken mussten hohe DM-Beträge zur Stützung ihrer Währung verkaufen. Mit Wirkung vom 12. Januar wurden die Leitkurse neu geordnet: Die D-Mark und der holländische Gulden wurden um 3% und der belgisch-luxemburgische Franc um 2% gegenüber den übrigen Währungen aufgewertet. Nach der Leitkursanpassung kehrte wieder Ruhe in das System ein. Die Marktkurse änderten sich jedoch wenig, da die Leitkursanpassung weitgehend durch Aenderungen der Positionen im EWS-Band kompensiert wurden. Es gab keine Hinweise auf substantielle Kapitalrückflüsse aus der D-Mark, obwohl später im Januar die Marktzinsen in Deutschland im Verhältnis zu denen in den übrigen EWS-Ländern sanken. Die anhaltende Dollarschwäche scheint ein Faktor gewesen zu sein, der die Kapitalrückflüsse begrenzte.

Bis zur Neuordnung der Leitkurse verzeichnete die D-Mark gegenüber den EWS-Partnerwährungen weitere kräftige Kursgewinne. Sie

stand gegenüber der dänischen Krone und kurz vor dem Realignement gegenüber dem französischen Franc und dem irischen Pfund an ihrem oberen Interventionspunkt. Nach der Leitkursanpassung lag die D-Mark ungefähr in der Mitte des neuen Bandes. Ihr Wechselkurs bewegte sich im weiteren Verlauf des Monats zunehmend im Gleichschritt mit den anderen Währungen. Gegenüber dem US-Dollar erreichte sie mit einem amtlichen Kurs von DM 1,7754 am 28. Januar den höchsten Stand seit August 1986. Das englische Pfund und andere wichtige Währungen fielen auf historische Tiefsturse gegenüber der D-Mark. Der Zentralbankrat der Deutschen Bundesbank beschloss am 22. Januar neben Massnahmen, die der Absorption der durch die vorangegangenen obligatorischen Interventionen im EWS ausweiteten Bankenliquidität dienten (Erhöhung der Mindestreserve; Reduzierung der Rediskontkontingente), eine Senkung des Diskont- und des Lombardsatzes um je 0,5% p.a. und kündigte an, dass das nächste Wertpapierpensionsgeschäft als Mengentender zu 3,8% und damit zu einem deutlich niedrigeren Satz als im Dezember vorgenommen werde.

Nach einer Woche starken Drucks, in deren Verlauf der französische Franc seinen unteren Interventionspunkt gegenüber der D-Mark erreichte, vermochte sich die französische Währung nach dem Realignement im oberen Teil des engen Bandes zu etablieren und konnte gleichzeitig erhebliche Wertgewinne gegenüber den wichtigsten floatenden Währungen verbuchen. Gestützt wurde diese Entwicklung durch günstige Aussenhandelszahlen und die Gewissheit, dass sich die Inflationsrate bis zum Jahresende 1986 deutlich zurückentwickelt hat. Die Euro-Franc-Zinssätze gaben stärker nach als die inländischen Zinsen, was Ausdruck eines gewissen Kapitalzuflusses aus dem Ausland war. Die Franc-Käufe scheinen sich jedoch in Grenzen gehalten zu haben: Die Ungewissheit hinsichtlich des zukünftigen Kursverlaufs des Dollars trug wahrscheinlich dazu bei, dass Positionen zugunsten der D-Mark aufrechterhalten wurden.

Der belgische Franc stand während der ersten Tage des Jahres unter erheblichem Druck, dem durch steigende Zinsen und intramarginale Interventionen in Form von DM-Abgaben entgegengewirkt wurde. Nach der Leitkursneuordnung festigte sich die belgische Währung allmählich gegenüber allen anderen EWS-Währungen.

Der holländische Gulden blieb von den Unruhen im EWS unberührt. Per saldo verbesserte sich seine Position gegenüber der D-Mark leicht im

Monat. Die Nederlandsche Bank hob den noch verbliebenen Zinsaufschlag von 1/4% für den Lombardkredit auf und senkte den Satz, zu dem sie dem Geldmarkt zusätzliche Liquidität zuführte, von 6,2 auf 5,4%. Damit konnten die Geldmarktzinsen, die im Dezember unter Aufwärtsdruck standen, im Verlauf des Monats um über einen halben Prozentpunkt sinken.

Die dänische Krone blieb in der ersten Januarwoche an ihrem unteren Interventionspunkt. Nach dem Realignment veränderte sich ihr Marktkurs gemessen an den übrigen EWS-Währungen nicht nennenswert, und sie stieg daher vom unteren Ende in den oberen Teil des engen Kursbandes des EWS auf.

Das irische Pfund schwächte sich vor der Leitkursneufestsetzung ab und notierte am 8. und 9. Januar an seinem unteren Interventionspunkt gegenüber der D-Mark. Diese Abwärtsbewegung beruhte hauptsächlich auf einer starken Nachfrage nach ausländischen Währungen, was beträchtliche Interventionen der Central Bank of Ireland zur Stützung der Währung nach sich zog. Diese Interventionen erfolgten zuerst innerhalb der Bandbreite und später an den Interventionspunkten. Unmittelbar nach dem Realignment befand sich das irische Pfund in der oberen Hälfte der Bandbreite. Innerhalb weniger Tage glitt das Pfund dann jedoch in die untere Hälfte zurück, wo es für den Rest des Monats vergleichsweise stabil notierte. Die Central Bank of Ireland intervenierte in der Zeit nach der Leitkursneuordnung in beiden Richtungen.

Die italienische Lira schwächte sich kurz vor dem Realignment um ungefähr 2% ab. Dieses Kursniveau wurde während des Realignments beibehalten. Nach der Neufestsetzung der Leitkurse kehrte die italienische Lira daher an die Spitze des Kursbandes zurück, und angesichts erheblicher Kapitalrückflüsse intervenierte die Banca d'Italia am Markt.

Das Pfund Sterling stand im Januar zumeist im Schatten der Ereignisse. Zwar verbesserte sich das Pfund gegenüber dem sich abschwächenden Dollar bei geringen Umsätzen, doch konnte es mit den stärkeren europäischen Währungen nicht Schritt halten. Gegenüber der D-Mark erreichte das Pfund vorübergehend einen neuen Tiefstkurs, und der Index seines gewogenen Aussenwerts sank um 0,6% auf 68,8 (1975 = 100) per 30. Januar.

Die griechische Drachme gewann gegenüber dem US-Dollar 4,8%, büsste hingegen gegenüber der ECU 1,4% an Wert ein. Ihr gewogener Aussenwert sank um 0,9%.

Der Kurs der spanischen Peseta erhöhte sich gegenüber dem US-Dollar um 1,4%; gegenüber den EG-Währungen schwächte sich hingegen die spanische Währung im gewogenen Mittel um 2,1% ab.

Der portugiesische Escudo verlor im Januar gemessen am gewogenen Aussenwert 0,5%, was in Einklang mit der von der Regierung für 1987 beschlossenen Wechselkurspolitik stand. Gegenüber dem US-Dollar wertete sich der Escudo um 3,6% auf, wohingegen er gegenüber der ECU 2,5% verlor.

Der gewogene Aussenwert des Schweizer Frankens erhöhte sich um  $1 \frac{3}{4}\%$ , was vornehmlich auf den Kursrückgang des US-Dollars zurückzuführen war, der gegenüber dem Franken sein niedrigstes Niveau seit 1978 erreichte. Am 22. Januar wurden der Diskontsatz und der Lombardsatz um jeweils einen halben Prozentpunkt auf  $3 \frac{1}{2}$  bzw. 5% gesenkt.

Der österreichische Schilling festigte sich im Januar gegenüber dem US-Dollar um 7,2% bei einer Monatsschwankung von 8,8%. Angesichts der Entscheidung der österreichischen Behörden, die Bindung des Schillings an die D-Mark beizubehalten, betrug die Monatsschwankung des Schillings gegenüber der D-Mark lediglich 0,17%.

Die schwedische Krone stand zu Beginn des Monats weiterhin unter Druck, was unter anderem auf die Spannungen im EWS und den sinkenden Dollarkurs zurückzuführen war. Gegen Ende des Berichtszeitraums änderte sich die Einschätzung der Krone. Die Erwartung höherer inländischer Zinssätze verflüchtigte sich, nachdem die Sveriges Riksbank ein Wertpapierpensionsgeschäft zu einem festen Zinssatz von 10% angekündigt hatte. Das Vertrauen der Marktteilnehmer darauf, dass eine nennenswerte Abschwächung des Index nicht hingenommen würde, bewirkte, dass Unternehmen sich im Ausland kurzfristig verschuldeten und Devisen per Termin verkauft wurden. Der Index besserte sich von 132,00 auf 131,7, und die Riksbank erwarb Dollars in beträchtlicher Höhe.

Die norwegische Krone wertete sich gemessen an ihrem Korbindex um 1% und gegenüber dem US-Dollar um 5,8% auf; gegenüber der ECU verlor sie demgegenüber 0,4%. Angesichts deutlicher Anzeichen eines besseren Marktgleichgewichts und eines gestiegenen Vertrauens in die Währung wurde der Zinssatz für den Zentralbankkredit mit Wirkung vom 28. Januar von 14,8 auf 14,5% gesenkt.

Der Kurs des kanadischen Dollars stieg gegenüber dem US-Dollar um 2,9% und lag am Monatsende bei US-\$ 0,7464. Diese Veränderung, eine

der grössten der letzten Jahre, wurde vornehmlich auf die unerwartet kräftige kommerzielle Nachfrage nach der Währung zum Jahresende, die erhebliche Auslandsnachfrage nach auf kanadische Dollar lautenden Obligationen und Aktien und eine - teilweise als Folge des jüngsten Anstiegs der Energiepreise - sehr positive Einstellung zurückgeführt.

Der japanische Yen verbesserte sich gegenüber dem US-Dollar um 5,1%, worin sich ein höher als erwartetes Handelsdefizit der USA im November und Stellungnahmen offizieller US-Kreise zum US-Dollar niederschlugen. Der Yen festigte sich gegen Mitte des Monats und durchstiess am 19. Januar trotz erheblicher Dollarkäufe der Bank of Japan für kurze Zeit das Kursniveau von 150 Yen/1 Dollar. Später im Monat schwächte er sich jedoch aufgrund von Besorgnissen über die Möglichkeit einer Absprache zwischen den USA und Japan und/oder einer eventuellen Senkung des japanischen Diskontsatzes etwas ab. Gegenüber den wichtigsten europäischen Währungen verlor der Yen während des Monats etwas an Boden, wobei er gegenüber der ECU 1,6% an Wert einbüsste.

## II. INTERVENTIONEN

### A. Interventionen in US-Dollar

Im Januar beliefen sich die Dollarkäufe der Zentralbanken netto auf US-\$ 11,7 Mrd., verglichen mit Nettoabgaben von US-\$ 1,4 Mrd. im Dezember. Der Wert für Januar war das Ergebnis von Käufen im Betrag von US-\$ 14,3 Mrd. und Verkäufen in Höhe von US-\$ 2,6 Mrd. Netto gerechnet der bedeutendste Käufer von Dollars waren die Bank of Japan und, zu einem geringeren Teil, die Bank of Canada und die Deutsche Bundesbank.

### B. Interventionen in Gemeinschaftswährungen

Die Bruttointerventionen in Gemeinschaftswährungen beliefen sich im Januar umgerechnet auf US-\$ 15,5 Mrd. gegenüber US-\$ 7,6 Mrd. im Dezember. Sie setzten sich aus DM-Abgaben im Betrag von US-\$ 14,1 Mrd. und Käufen im Betrag von US-\$ 1,4 Mrd. zusammen. Der überwiegende Teil der DM-Verkäufe fand am Interventionspunkt gegenüber dem französischen Franc und der dänischen Krone statt. DM-Verkäufe innerhalb der Bandbreite

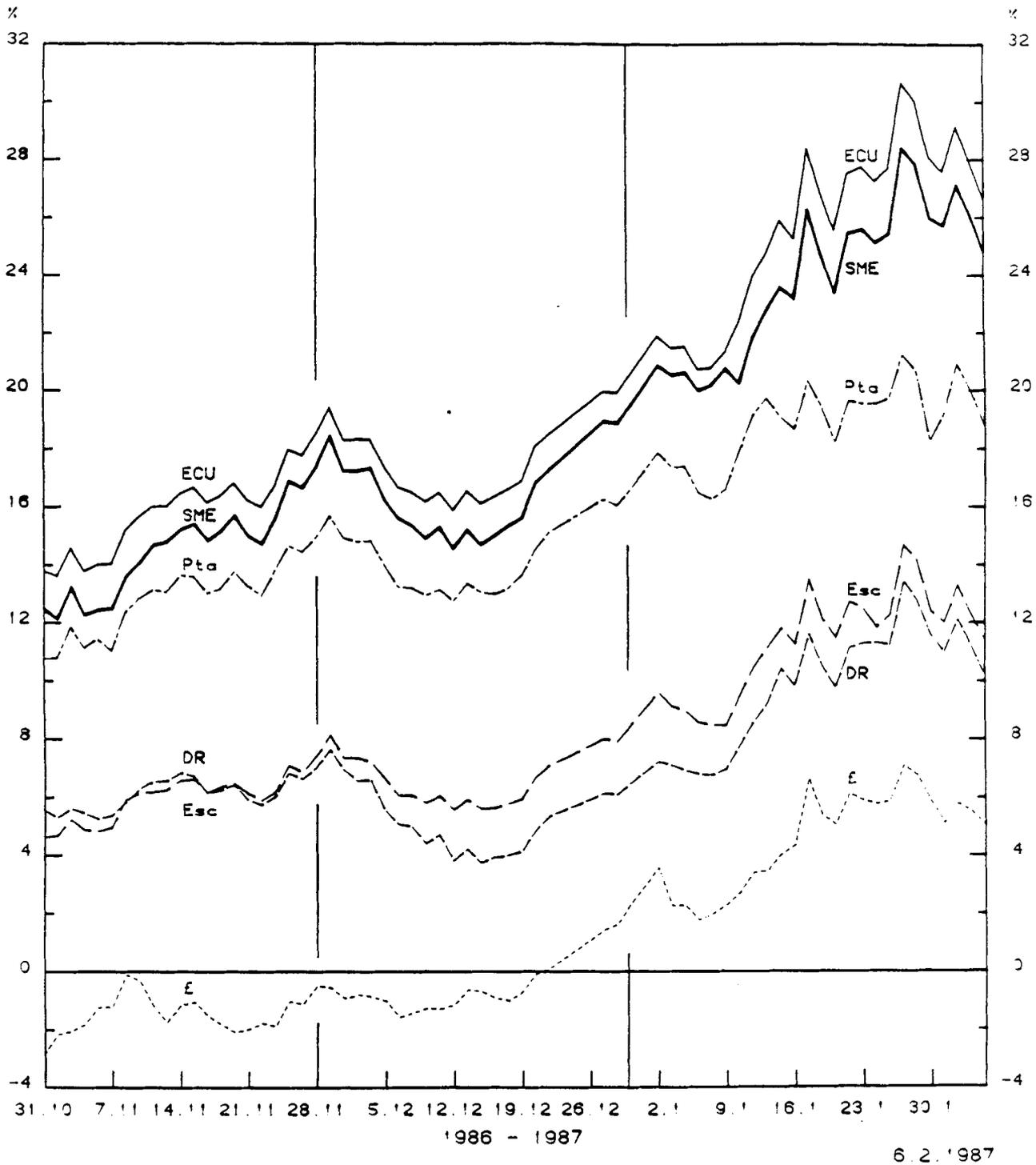
tätigten die Banque de France, die Banca d'Italia und die Banque Nationale de Belgique. Nach der Neufestsetzung der Leitkurse kauften vor allem die Banca d'Italia und in einem geringeren Masse die Banque de France D-Mark zurück.

### III. DIE ERSTEN FEBRUARTAGE

Der Dollar unterlag in der ersten Februarwoche beträchtlichen Schwankungen, machte jedoch per saldo einen Teil des im Januar verlorenen Terrains wieder gut. Ursächlich dafür war hauptsächlich, dass zur amerikanischen Wirtschaft bessere Werte als erwartet veröffentlicht wurden, und dass die US-Regierung allem Anschein nach nicht eine weitere grössere Dollarabschwächung anstrebt.

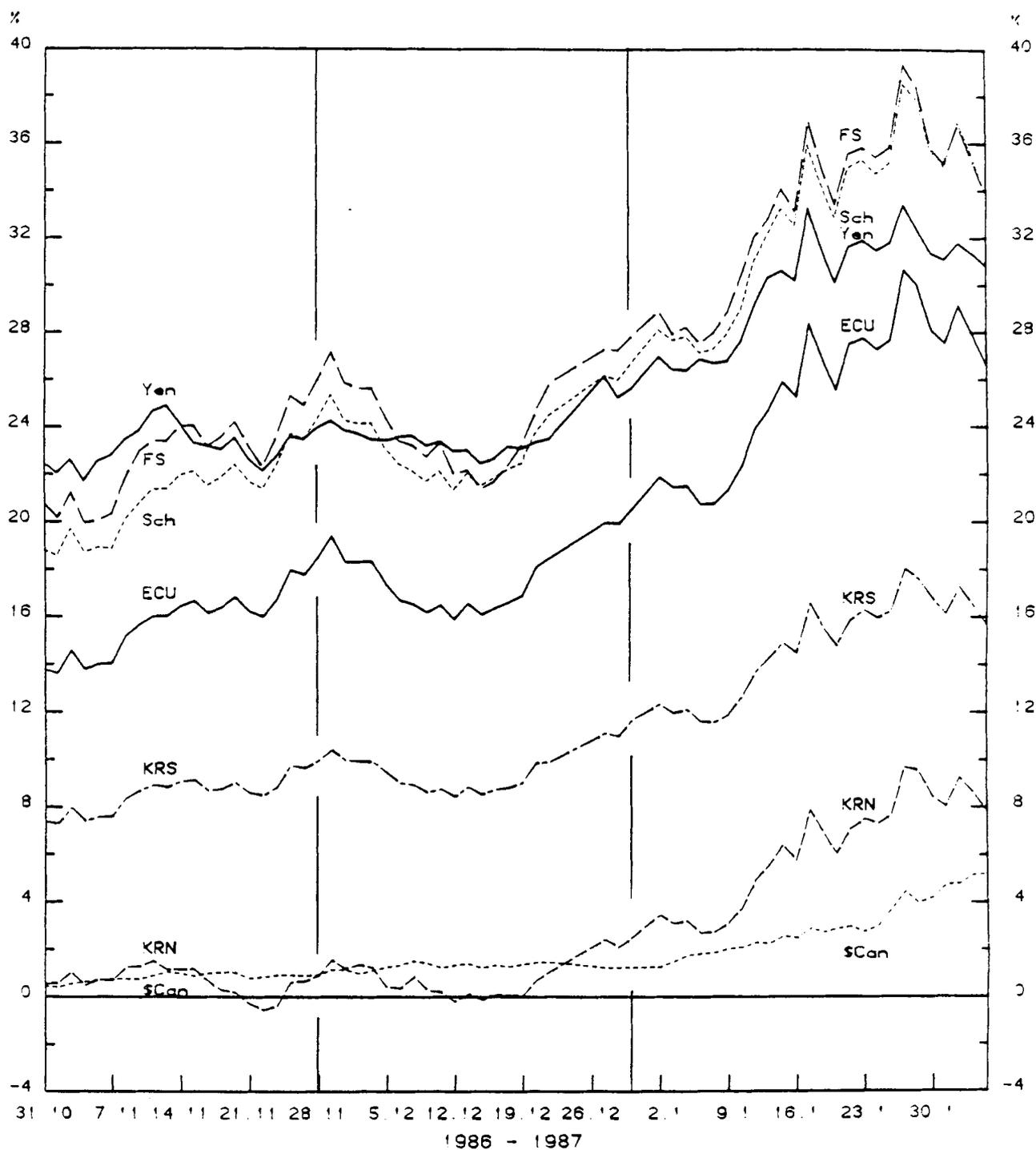
Die Positionen im EWS blieben praktisch unverändert, wobei es Anzeichen für etwas zunehmende Rückflüsse in die italienische Lira und den französischen Franc gab.

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 1985 VIS-A-VIS DU \$EU \*



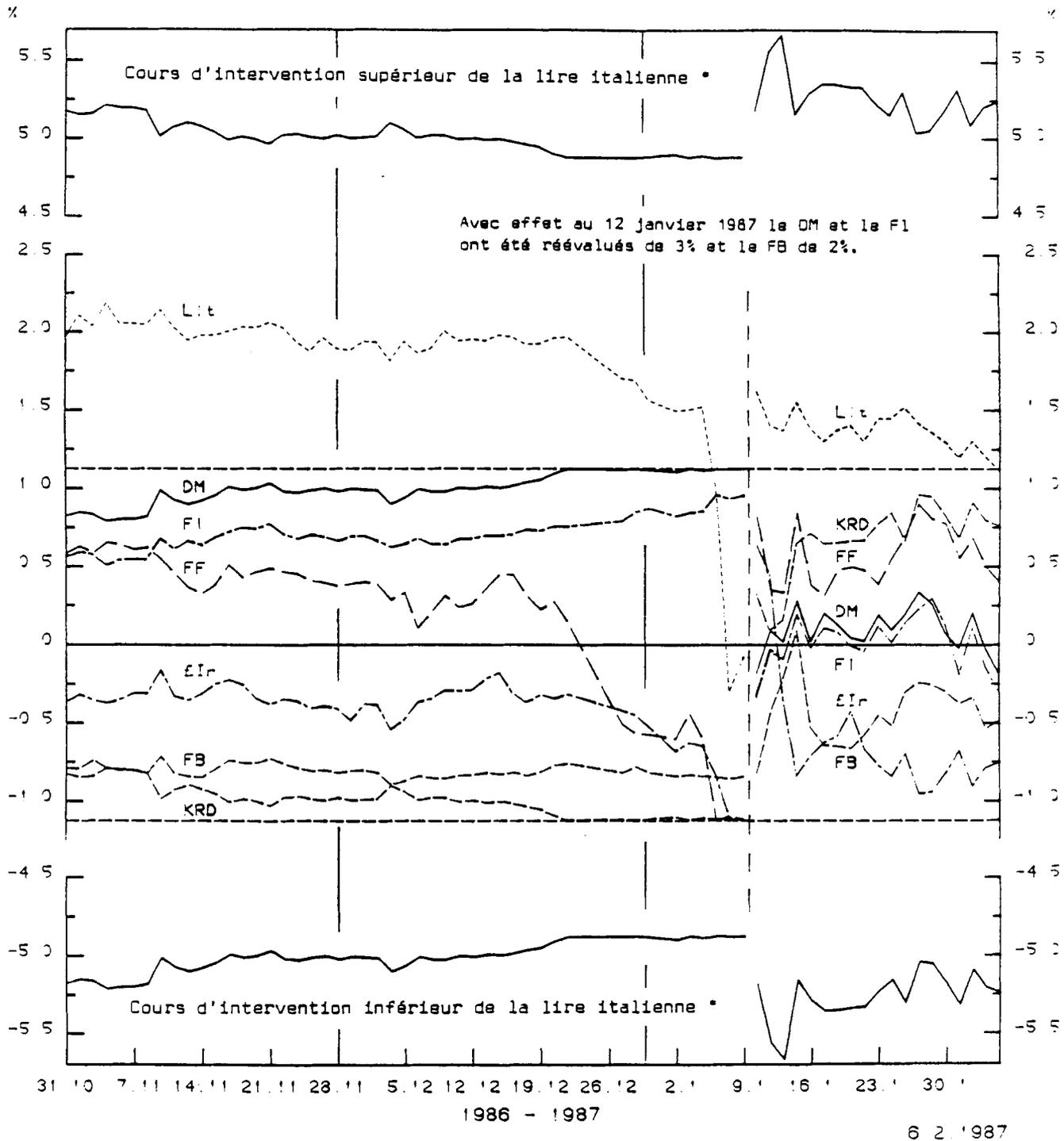
\* Voir page suivante.

EVOLUTION DE L'ECU ET DES MONNAIES DES BANQUES CENTRALES HORS CEE  
PARTICIPANT A LA CONCERTATION, SUR LA BASE DES COURS RELEVES LE  
31 DECEMBRE 1985 VIS-A-VIS DU \$EU \*



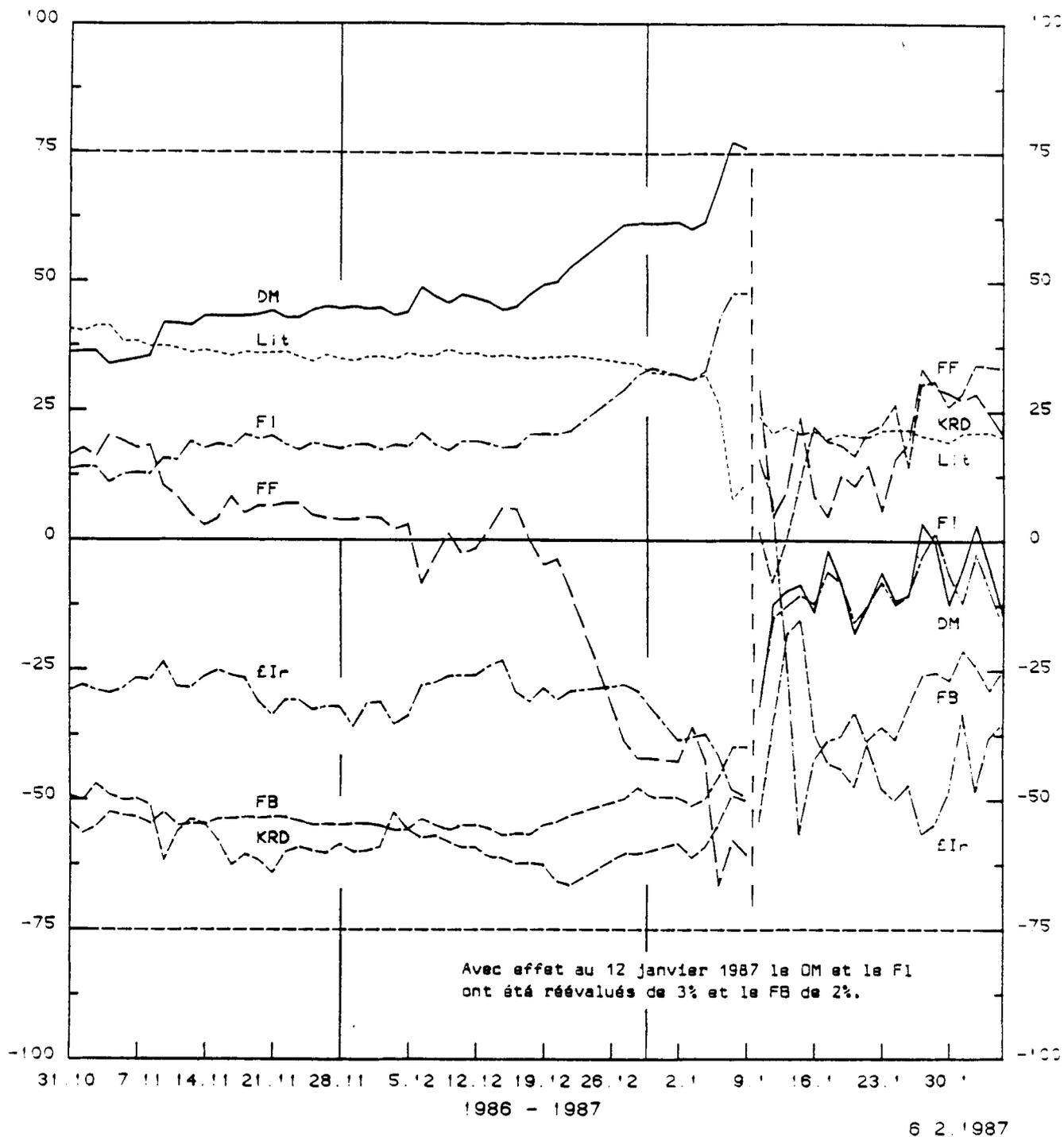
\* ECU 1,12622; £ 0,6930; DR 147,7599; PTA 153,7503; ESC 158,4995;  
\$Can 1,3975; FS 2,0725; Yen 200,7001; KRS 7,5650; KRN 7,5850;  
Sch 17,2901; cours médian des monnaies participant au SME 1,11003. Le  
cours médian des monnaies participant au SME représente la moyenne  
journalière des cours des 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



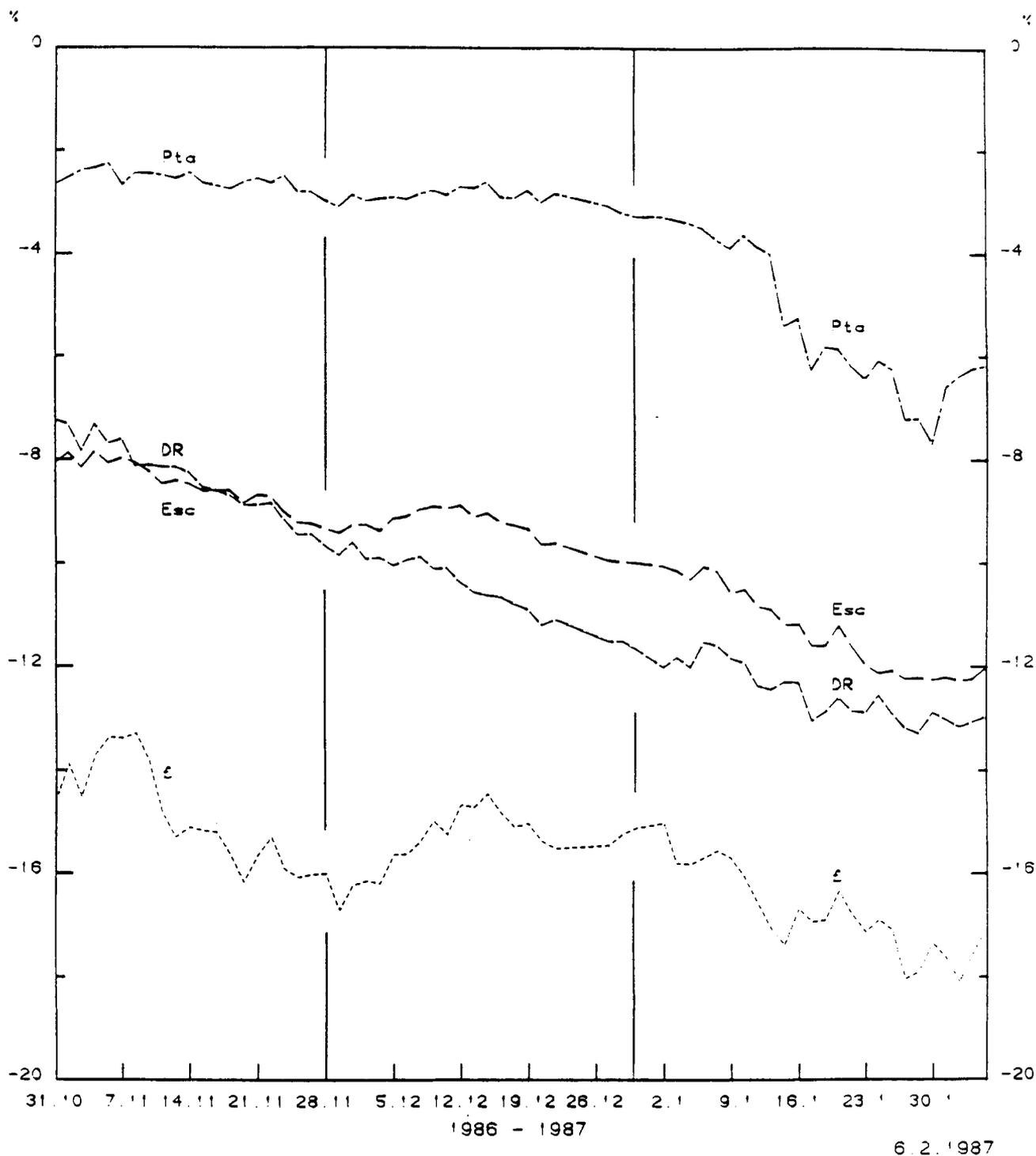
\* Les cours d'interventions supérieur et inférieur de la lire italienne représentent l'écart maximal théorique par rapport à la monnaie la plus faible respectivement la plus forte dans la bande de fluctuation étroite de 2,25%.

## EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE •



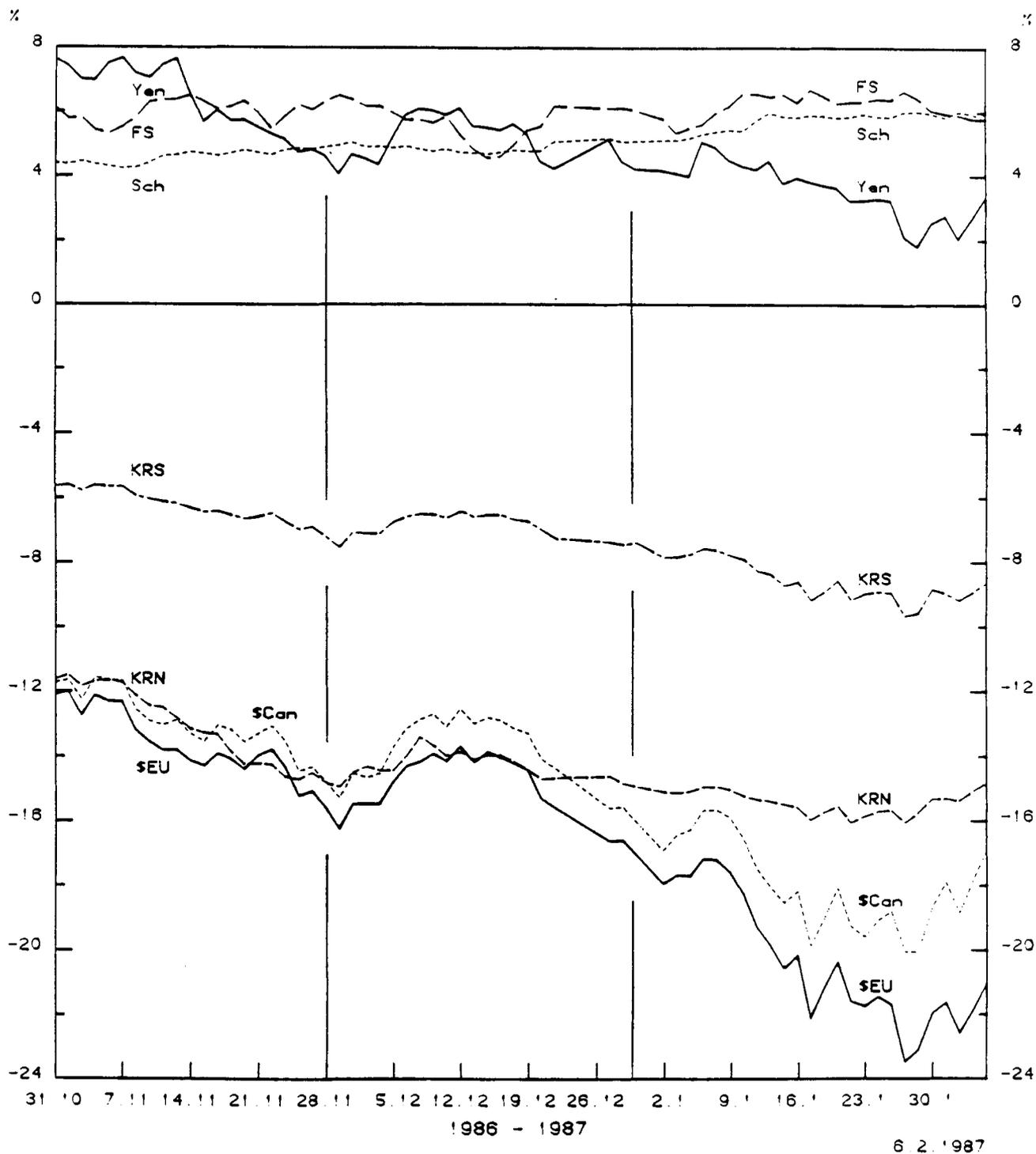
• L'indicateur de divergence a pour but de mesurer, sur une base comparable pour toutes les monnaies participant au mécanisme de change européen, la position d'une monnaie vis-à-vis de son cours-pivot ECU. L'écart maximal de divergence est le pourcentage maximal par lequel le cours de marché de l'ECU dans chaque monnaie peut s'apprécier ou se déprécier par rapport à son cours-pivot ECU; il est exprimé par  $\pm 100$ , le seuil de divergence étant  $\pm 75$ . 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, de la livre sterling et de la drachme grecque 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'ESCUDD PAR RAPPORT A L'ECU SUR LA BASE DES COURS DU MARCHE RELEVES  
LE 31 DECEMBRE 1985 \*



\* £ 0,615334; DR 131,20; PTA 136,519; ESC 140,736.

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 1985 \*



\* \$EU 0,887927; \$Can 1,24088; FS 1,84023; Yen 178,207; KRS 6,71717;  
KRN 6,73493; Sch 15,3523.

CREATION OF CERTIFICATES OF DEPOSIT

Portuguese authorities have decided to authorize Banks to issue CD's.

The issue of the CD's shall be governed by the following rules:

- Minimum term: 6 months
- Minimum amount: 5 million escudos (equivalent to ECU 30,000)
- Certificates issued for over 18 months are not submitted to cash reserve requirements.
- Interest rates are freely negotiable (a minimum interest rate for deposits maturing over 6 months does not apply to certificates of deposit).
- Total amount of certificates issued outstanding by a bank cannot exceed 5 times the amount of its own capital.

*February, 1987*

# *Banco de Portugal*

## FORWARD EXCHANGE MARKET CREATED IN PORTUGAL

A forward exchange market started operating in Portugal on February 2nd.

At its initial stage the market shall operate in accordance with the following guidelines:

1. Maximum term: 6 months; extensions can be authorized on a case by case basis under certain conditions.
2. Authorized operations. Banks are authorized:
  - I) To buy foreign currencies against escudos from
    - Residents (non-banks)
    - Other resident banks
    - Non-resident banks
  - II) To sell foreign currencies against escudos to
    - Residents (non-banks)
    - Other resident banks
  - III) To buy and sell foreign currencies against other foreign currencies to
    - Other resident banks
    - Non-resident banks

# *Banco de Portugal*

3. Forward exchange rates are freely agreed upon among parties.
4. Resident banks are allowed to maintain short and long positions, both spot and forward, in foreign currencies. For example they may cover a short forward position by means of a long spot position. The Bank of Portugal only sets global ceilings for each bank (spot + forward) according to their recent past activity in the spot market.
5. The initial reaction of the market appears to be enthusiastic.

It proved to be necessary to introduce some modifications in the operation of the escudo money market which are already under way in order to allow for a normal development of the forward exchange market. The Bank of Portugal intends to follow the market development very closely with the purpose of intervening when necessary and aiming at introducing new liberalizing steps as soon as it seems convenient.