

PROTOKOLL *
DER 219. SITZUNG DES AUSSCHUSSES DER PRÄSIDENTEN
DER ZENTRALBANKEN DER MITGLIEDSTAATEN
DER EUROPÄISCHEN WIRTSCHAFTSGEMEINSCHAFT
BASEL, DIENSTAG, 10. NOVEMBER 1987, 10 UHR

Anwesend sind: der Gouverneur der Banca d'Italia und Ausschussvorsitzende, Herr Ciampi, begleitet von den Herren Dini 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 España, Herr Rubio, begleitet von den Herren Linde 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 Doyle, 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 Dias; der Gouverneur der Bank of England, Herr Leigh-Pemberton, begleitet von den Herren Loehnis und Kirby; der Präsident der Kommission der Europäischen Gemeinschaften, Herr Delors, begleitet von den Herren Costa, Louw und Dixon; Herr Kees, Sekretär des Währungsausschusses; der Generaldirektor des Luxemburgischen Währungsinstituts, Herr Jaans. Zugegen ist ferner Herr Dalgaard, Vorsitzender der Expertengruppe. 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.

Zur Eröffnung der Sitzung heisst der Vorsitzende Herrn Costa willkommen, der zum ersten Mal als Generaldirektor für Wirtschaft und Finanzen der Kommission an den Diskussionen des Ausschusses teilnimmt.

* Endgültige, in der Sitzung vom 12. Januar 1988 gebilligte Fassung, die gegenüber dem Entwurf nur einige Änderungen redaktioneller Art aufweist.

I. Billigung des Protokolls der 218. Sitzung

Der Ausschuss billigt das Protokoll der 218. Sitzung, vorbehaltlich einiger Änderungen redaktioneller Art, die im endgültigen Text Berücksichtigung finden.

II. Überwachung der Wirtschafts- und Währungsentwicklung und -politik in den EG-Ländern auf der Grundlage:

- der Vorbereitung durch die "Dalgaard-Gruppe" und der Diskussion des Stellvertreterausschusses;
- von Grafiken und Tabellen

Der Vorsitzende weist darauf hin, dass der Ausschuss zum ersten Mal sich mit der sogenannten "Überwachungsübung" befassen wird. Herr Dalgaard wird über die Vorbereitungsarbeiten der Experten berichten, und Herr Dini wird anschliessend die wesentlichen Züge der Diskussion der Stellvertreter darlegen. Das heutige Verfahren hat noch Versuchscharakter und wird im Lauf der kommenden Sitzungen verfeinert werden müssen. Es wäre nützlich, am Schluss der Diskussion der Notenbankpräsidenten Vorschläge zuhanden der Mitarbeiter zu sammeln, damit das Überwachungssystem sich einspielt und sich bestmöglich entwickelt.

A. Referat von Herrn Dalgaard

Herr Dalgaard erklärt, er erstatte in der Tat zum ersten Mal im Rahmen der Überwachung Bericht. Seine Ausführungen fussen auf der Diskussion der Experten vom Sonntagnachmittag; er hält fest, dass er zwar versuchen wird, die Meinungen der Experten so getreulich als möglich wiederzugeben, dass aber der Bericht unter seiner alleinigen Verantwortung bleibt.

Die Experten haben eine Reihe Grafiken vorbereitet, die die Entwicklung der Wechselkurse, der Zinssätze und der Interventionen in den verschiedenen Ländern zeigen, und das Sekretariat hat eine Zusammenfassung der Entwicklung der wichtigsten gesamtwirtschaftlichen Daten in den EG-Ländern vorgelegt. Diese Unterlagen sind den Zentralbankpräsidenten gegeben worden; sie müssen, wie auch das Referat, als ein erster Versuch angesehen werden, der im Lauf der kommenden Monate verbessert und ausgefeilt werden muss. Schon gestern haben die Stellvertreter einige Verbesserungen der Unterlagen vorgeschlagen.

Die zwei Monate, die seit der Septembersitzung des Ausschusses verfließen sind, waren von unterschiedlichen Entwicklungen an den Devisenmärkten geprägt. Bis Mitte Oktober war die Lage im allgemeinen ruhig, aber seither, und vor allem seit den letzten Oktobertagen, waren die Märkte nervös; ursächlich für diese Störungen war der jähe Kurssturz des US-Dollars. An der grundlegenden Situation der amerikanischen Währung hat sich in letzter Zeit nichts geändert, sie ist nach wie vor von einem riesigen Defizit der Leistungsbilanz und des öffentlichen Haushalts geprägt, und es ist keine nennenswerte Verbesserung in Sicht. Dennoch ist der Dollar von Ende Januar bis Mitte Oktober praktisch stabil geblieben. Diese Stabilität beruhte hauptsächlich auf der Überzeugung des Marktes, die grossen Länder würden alles vorkehren, um die Einhaltung der Louvre-Vereinbarungen zu gewährleisten. Diese Länder haben denn auch ihre Entschlossenheit bewiesen, zunächst mit umfangreichen Interventionen und daraufhin durch eine deutliche Ausweitung des Zinsgefälles, die insbesondere durch ein Anheben der amerikanischen Sätze erzielt wurde. Kürzlich hat der Markt jedoch sein Vertrauen in die Louvre-Vereinbarungen verloren; einerseits schienen Erklärungen von Herrn Baker und anderen Persönlichkeiten Uneinigkeit zwischen den wichtigsten Ländern anzuzeigen, andererseits wurde die amerikanische Reaktion auf den Börsenkrach vom Markt so ausgelegt, dass die amerikanischen Behörden den Dollar sich abwerten lassen wollten, zumindest bis zu den Wahlen im November 1988. Einige Erklärungen zugunsten der Louvre-Vereinbarungen und bescheidene Interventionen zur Stützung des Dollars - einschliesslich einiger konzentrierter Interventionen der EG - genügten nicht, um den Markt davon zu überzeugen, dass die Zentralbanken mehr tun würden, als den Sturz des Dollars bloss zu bremsen.

Es gibt keinen Grund, wieso ein Kursrückgang des Dollars automatisch gravierende Spannungen im EWS auslösen müsste. Die Erfahrung seit März 1985, als die amerikanische Währung ihre lange Talfahrt begann, zeigt, dass es fast während der ganzen Zeit zu keinen ernstlichen Problemen im EWS kam. Dieses Mal hat jedoch der erneute Kurszerfall des Dollars Erwartungen einer Leitkursanpassung im EWS geweckt. Von Mitte Oktober an begannen die D-Mark und der Gulden, sich gegenüber den anderen Währungen des Systems aufzuwerten; diese Entwicklung beschleunigte sich Ende Oktober noch, als die Gerüchte über eine Leitkursanpassung sich allgemein ausbreiteten. Die Spannungen zeigten sich in allen Indikatoren (s. Grafiken), d.h. die Wechselkurse näherten sich den Interventionspunkten, das Zinsgefälle gegenüber der D-Mark vertiefte sich und die Interventionen nahmen zu. Die Spannungen verschonten

keine der EWS-Währungen, aber der französische Franc war das Hauptangriffsziel. Die Banque de France reagierte mit sehr bedeutenden Interventionen, die in der am 29. Oktober beginnenden Woche den Betrag von rund US-\$ 7,5 Mrd. erreichten, wovon 5,5 Mrd. in den ersten zwei Tagen. Das sind sehr hohe Beträge, aber man muss sie mit den Beträgen der Leistungsbilanz und der Kapitalbewegungen vergleichen, die beide in einer Grössenordnung von US-\$ 12 Mrd. pro Monat liegen. Angesichts dieses Drucks reagierte die Banque de France gemäss den Grundsätzen, die die Zentralbankpräsidenten in ihrem Bericht an die Minister vom 8. September 1987 darlegten, nämlich mit dem Einsatz aller verfügbaren Instrumente. So wurden die intramarginalen Interventionen bei immer niedrigeren Kursen vorgenommen, denn die Banque de France liess den Kurs des französischen Franc gegenüber der D-Mark um mehr als 2 % abgleiten. Dann wurden am Donnerstag, dem 5. November, die wichtigsten amtlichen Zinssätze Frankreichs um 3/4 Punkte angehoben und diese Anhebung mit einer Senkung des Lombardsatzes und des Satzes für Pensionsgeschäfte in Deutschland koordiniert. Dieses koordinierte Vorgehen war Gegenstand eines gemeinsamen Kommuniqués der beiden Zentralbanken, gefolgt von einer gemeinsamen Erklärung der beiden Finanzminister. Vom Donnerstagnachmittag (5. November) an milderte sich der Druck auf den französischen Franc, und die Wirkung der ergriffenen Massnahmen war offenbar zufriedenstellend, denn die Banque de France intervenierte weder am 6. November noch am Montag dem 9. November. Alles in allem war der Fall Frankreich ein Beispiel guter Zusammenarbeit, einschliesslich der Verwendung der neuen Finanzierungsfazität für intramarginale Interventionen, die Ende Oktober für die Finanzierung von DM-Verkäufen im Gegenwert von US-\$ 3,5 Mrd. in Anspruch genommen wurde.

Die anderen EWS-Währungen litten ebenfalls unter Spannungen, aber weniger akuten. Beispielsweise reagierte die Banca d'Italia, indem sie die Lira Ende Oktober um 2 % zurückgehen liess; dies genügte, um den Markt zu stabilisieren, ohne dass bedeutende Interventionen und ein Anheben der amtlichen Zinssätze erforderlich waren.

Als die Experten über die Situation im EWS Bilanz zogen, kamen sie zur Ansicht, dass die Probleme bisher gut gehandhabt worden sind. Die Spannungen könnten offenbar verschwinden, wenn weitere Erschütterungen von aussen ausbleiben. Die Experten fanden jedoch, es sei schwierig zu erkennen, was den Kursrückgang des Dollars aufhalten könnte, und wenn dieser

Kursrückgang weitergeht, könnten sehr bald wieder Spannungen auftreten und zu Problemen führen, die sich nur schwer meistern lassen.

In der Tat liegen die Wechselkurse zur Zeit nahe an den Interventionspunkten, so dass nicht mehr viel Spielraum bleibt. In einigen Ländern könnte das Erreichen der Interventionspunkte ungesunde Erwartungen einer unmittelbar bevorstehenden Leitkursanpassung wecken. Selbstverständlich kann man noch mit den Zinssätzen manövrieren, aber in der derzeitigen Konjunktur wäre es politisch sowohl schwierig, in Deutschland und in den Niederlanden die Sätze nochmals zu senken, als auch sie in den anderen Ländern, in denen die realen Sätze schon sehr hoch sind, nochmals anzuheben.

Die Experten haben des weitern kurz die Situation der anderen EG-Währungen geprüft. Das Pfund Sterling war während der letzten Monate sehr stabil und verhielt sich beinahe wie ein Teilnehmer am Wechselkursmechanismus, mit einer Obergrenze von DM 3 für 1 £. Das Pfund kam unter Aufwertungsdruck, aber die Schwäche des Dollars wirkte sich hilfreich aus, denn in solchen Fällen schwächt es sich gegenüber den anderen europäischen Währungen eher ab. Die Bank of England intervenierte recht energisch und nahm auch einen gewissen Rückgang der Zinssätze in Kauf. Der kürzliche Zusammenbruch der Börse machte diesen Zinsrückgang akzeptabel.

In Spanien bestanden seit dem Frühjahr Probleme, weil hohe Zinssätze zu Kapitalimporten führten, die bis im September den Kurs der Peseta ansteigen liessen. Der Kursrückgang des Dollars wirkte sich beruhigend auf diesen Anstieg aus. Der Kurs der Peseta ging zurück, es kam zu bedeutenden Kapitalabflüssen, was eine Reduzierung der Liquidität ermöglichte, und die Zinssätze sanken.

Die griechische Drachme und der portugiesische Escudo verzeichneten keine besonderen Probleme.

Herr Dalgaard schliesst sein Referat mit einigen kurzen Bemerkungen zu zwei Punkten. Zunächst macht er darauf aufmerksam, dass die Mobilisierung von ECU, die von der Banca d'Italia im September vorgenommen wurde, nicht so harmonisch ablief wie das vorherige Mal, da eine der EG-Zentralbanken die vorgeschriebenen Fristen nicht einhielt. Infolgedessen kam es zu einer Verspätung von zwei Tagen, bis die Banca d'Italia die Mittel erhielt, und diese Verspätung stiftete bei den anderen Zentralbanken einige Verwirrung, denn sie wussten bis zum letzten Moment nicht, welches nun die Wertstellung der Transaktion war.

Die allgemeinen Einrichtungen des neuen Konzertations-Telefonnetzes sind in den Zentralbanken erstellt, und die Arbeitsplätze sind oft schon in den Büros, so dass die Teilnehmer an der Ausschussitzung entweder schon über einen Apparat verfügen oder bald verfügen werden, der sie mit dem Netz verbindet. Dieses Netz wird noch verschiedenen Tests unterworfen werden, aber es kann schon jetzt für bilaterale Gespräche benutzt werden; die Experten der EG benutzten es am Freitag, dem 6. November, für ihre Konzertation zur Vorbereitung der ersten Überwachungsübung.

B. Referat von Herrn Dini

Die Stellvertreter hatten einen sehr offenen und umfassenden Gedankenaustausch über die Gründe, die zu einem erneuten Abwertungsdruck auf den US-Dollar führten, über die derzeitige Lage und die Aussichten. Es wurde vermerkt, dass die Märkte bis zu einem gewissen Grad die reale Verbesserung, die bei den Handelsströmen im Gang ist, unterschätzten, weil sie den nominalen Zahlen zuviel Aufmerksamkeit schenkten, und der Meinung waren, dass von der Haushaltspolitik nicht genügend Unterstützung kam. Der relativ bescheidene Umfang der Devisenmarktinterventionen der "Federal", verglichen mit jenen anderer Zentralbanken, liess ebenfalls annehmen, dass die Vereinigten Staaten immer weniger bereit seien, sich an die Louvre-Vereinbarungen zu halten.

Die Erhaltung der Wechselkursstabilität erforderte ein Anheben der Zinssätze in den USA, was oft zu einem Anziehen der Zinssätze in anderen Ländern führte. Nach dem Börsenzusammenbruch zeigte es sich deutlich, dass die amerikanischen Behörden nicht mehr bereit waren, neue Zinssatzerhöhungen in Kauf zu nehmen, um den Dollar zu stützen; und die amerikanischen Zinssätze sind in der Tat seither zurückgegangen.

Mehrere Stellvertreter fanden, die mangelnde Folgerichtigkeit zwischen den Wechselkurszielen der Louvre-Vereinbarungen und den unterschwelligen Ungleichgewichten der wirtschaftlichen Eckdaten habe die Geldpolitik immer stärker belastet, und es sei schliesslich offenbar geworden, dass die Kosten für eine Wechselkursstabilisierung mittels der Zinspolitik zu hoch geworden seien.

Was die Beurteilung der derzeitigen Lage und der Aussichten betrifft, sind die Stellvertreter der Ansicht, dass nur ein signalhaftes Vorgehen der USA im Hinblick auf die Reduzierung ihres Haushaltsdefizits die extreme Unsicherheit, die auf den Märkten herrscht, vermindern und

diesen wieder eine gewisse Orientierung geben könnte. Einige Stellvertreter haben die Notwendigkeit eines ähnlichen, aber in die umgekehrte Richtung gehenden Signals seitens Deutschlands hervorgehoben. Der Vertreter der Bundesbank hat jedoch darauf hingewiesen, dass der institutionelle Rahmen der Haushaltsplanung der Bundesrepublik es schwierig und unwahrscheinlich mache, die für 1990 vorgesehenen Steuerreformen vorzuziehen.

Mehrere Stellvertreter haben die Bedeutung unterstrichen, die die Folgen des Börsenkrachs für den Trend des Dollars haben könnten. So kann in den Vereinigten Staaten eine negative Auswirkung auf den Konsum und die Inlandausgaben erwartet werden, jedoch sehr viel weniger in den europäischen Ländern; dies könnte zu einer Milderung des Drucks auf den US-Dollar beitragen, indem die aussenwirtschaftliche Anpassung erleichtert wird. Ferner wurde betont, dass sich in den USA die Meinung ausbreitet, die Inflationsgefahr habe sich wegen de Börsenkrachs vermindert, und ein weiterer Kursrückgang des Dollars könnte ohne gefährliche Auswirkungen auf die Preise erfolgen.

Die Stellvertreter waren der Meinung, dass angesichts des Widerstrebens der "Federal" gegenüber Interventionen und des derzeitigen liberaleren Kurses ihrer Geldpolitik die europäischen Länder nicht viel tun könnten, um einem Baissedruck auf den Dollar Widerstand zu leisten. Sie waren sich weitgehend einig, dass die binnenwirtschaftliche Politik besser auf die aussenwirtschaftliche Anpassung abzustimmen sei, insbesondere in den USA, und dass man in der Zwischenzeit hoffen müsse, die Devisenmärkte pendelten sich annähernd auf den jetzigen Kursen ein.

In ihrer Diskussion über die Entwicklung im EWS schlossen sich die Stellvertreter einhellig der positiven Beurteilung der Zusammenarbeit im System und der kürzlich vereinbarten Massnahmen zur Bekämpfung von Druck auf die Wechselkurse an. Sie bemerkten jedoch, dass die Spannungen im EWS wieder aufleben könnten, wenn der Dollar weiter an Wert verliert.

Ein Stellvertreter unterstrich, dass, sollte dies der Fall sein, es wesentlich sei, dem Druck des Marktes zu widerstehen, da es seiner Ansicht nach wichtig ist, mit der Meinung aufzuräumen, ein Kursrückgang des Dollars führe unvermeidlich zu einer Leitkursanpassung, was an und für sich schon destabilisierende Kapitalströme im EWS auslösen kann. Andere Stellvertreter wiesen freilich darauf hin, dass der Spielraum für flexibles Auffangen von Druck auf die Wechselkurse und für Zinssatzänderungen in den EWS-Ländern beschränkt ist. Die Zinssätze sind nämlich real schon sehr hoch

in jenen Ländern, deren Währung potentiell schwach ist, und nominal gesehen niedrig

in den Ländern, deren Währung potentiell stark ist.

C. Diskussion des Ausschusses

Der Vorsitzende eröffnet die Diskussion mit dem Vorschlag, sich zunächst auf die Sachfragen in den Referaten der Herren Dini und Dalgaard zu konzentrieren und erst danach die Verfahrensfragen anzugehen.

Herr Godeaux ruft in Erinnerung, dass in der Erklärung des Vorsitzenden der Notenbankpräsidenten der Zehnergruppe einem Absatz besondere Bedeutung zukomme, nämlich jenem, der die Anstrengungen und die Erfolge der europäischen Währungszusammenarbeit hervorhebt. In der Tat stelle das EWS unter den derzeitigen Umständen mehr denn je die einzige Oase der Stabilität dar. Ohne Zweifel werde man in den kommenden Wochen einen weiteren Kursrückgang des Dollars erleben, und da die erste Übung in der verstärkten Überwachung eröffnet sei, stelle sich die Frage "Was kann man anderes, Zusätzliches, Besseres tun als was bisher getan worden ist?". Die Beziehung zwischen der Bundesbank und der Banque de France und die Gegenmassnahmen, die diese beiden grossen Zentralbanken nach gegenseitiger Absprache organisiert haben, waren ein Beispiel für die wirksame Nutzung der Mittel, die dank der kürzlichen Übereinkunft der Notenbankpräsidenten möglich war. Aber welche Lehre könne man aus diesem Beispiel ziehen, und sei sie übertragbar? Wie könne man sich vorbereiten, wenn ein gefährdetes System verteidigt werden müsse, und könne man eine wirksame europäische Antwort auf die derzeitige zerrüttete Lage geben?

Der Vorsitzende findet, der Diskussionsbeitrag von Herrn Godeaux bekräftige den Grundtenor der Referate der Herren Dini und Dalgaard, d.h. dass es schwierig sei, die Entwicklungen und Verhaltensweisen genau vorherzusagen. Die Wechselkurspolitik müsse je nach den Ereignissen immer neu festgelegt werden, aber die Geschehnisse der letzten Zeit böten Anregungen für das künftige Verhalten. So seien alle verfügbaren Instrumente eingesetzt worden, um den Zusammenhalt im EWS zu wahren und auf die Unruhe im Gefolge des Kursrückgangs des Dollars zu reagieren. Der Einsatz der Instrumente, nämlich der intramarginalen Interventionen, einer vermehrten Nutzung der Schwankungsbreiten und differenzierter Zinspolitik, sei wirksam und zufriedenstellend gewesen. Sei es möglich, mehr zu tun, und die Politik in zusätzlichen Bereichen zu koordinieren?

Herr Pöhl ist wie Herr Godeaux der Ansicht, dass der letzten Einrückung seiner Erklärung grosse Bedeutung zukomme, denn es sei wesentlich, Europa und der übrigen Welt zu zeigen, dass das EWS existiere und gut funktioniere. Herr Dalgaard habe zu Recht daran erinnert, dass ein Kursrückgang des Dollars nicht automatisch zu Spannungen im EWS führe. Herr Hoffmeyer habe dies schon hervorgehoben und die Meinung vertreten, dass die Spannungen weitgehend von der Politik der beteiligten Länder abhingen. Das EWS sei besser geführt worden als in früheren schwierigen Situationen; die Übereinkunft der Notenbankpräsidenten vom September sei in Praxis umgesetzt worden, und man habe insbesondere die Flexibilität innerhalb der Schwankungsmargen genutzt. Trotz innenpolitischer Zwänge, die es in allen Ländern gebe, seien die Zinssätze in grossem Masse eingesetzt worden. Die Banque de France habe den Mut gehabt, ihren offiziellen Satz um 3/4 Punkte anzuheben, zu einem Zeitpunkt, als die anderen Zentralbanken ihre Leitsätze senkten; die Bundesbank habe soweit als möglich zu dieser Bewegung beigetragen. Umfangreiche intramarginale Interventionen seien vorgenommen worden; sie hätten jedoch Auswirkungen auf die Liquidität im Land der verwendeten Währung, die man berücksichtigen müsse. Es sei klar, dass sich die derzeitige Lage von beispielsweise derjenigen vom Januar 1987 unterscheide. Es bestehe keinerlei Grund, die Paritäten anzupassen, und es wäre keinesfalls gut, jedesmal nachzugeben, wenn das System unter Druck komme. Sollten aber im schlimmsten Fall die Interventionskurse erreicht und beträchtliche Interventionen notwendig werden, wäre es vernünftig, auf eine Trendumkehr zu hoffen, denn je länger es dauere, desto teurer sei es für die Marktteilnehmer, und diese müssten nach einiger Zeit den Mut verlieren. Voraussetzung für den Erfolg sei jedoch, dass die Politik überzeugend vertreten werde. Es gehe nicht darum, zu erklären, es gebe keine Leitkursanpassung - das sei unglaublich -, sondern darum, entschlossen zu handeln.

Man müsse im übrigen realistisch sein und davon ausgehen, dass die Vereinigten Staaten ihre Haltung hinsichtlich des Dollars in der Tat geändert haben, d.h. dass sie zwecks Vermeidung einer Rezession niedrigeren Zinssätzen Priorität einräumen, und nicht der Stabilisierung ihrer Währung. Gewiss sei es wichtig, dass die Vereinigten Staaten eine Rezession vermeiden, aber ein erneuter Kursrückgang des Dollars bringe die Gefahr mit sich, dieses Land in eine ähnliche Lage wie 1979 zu führen und es zu zwingen, eine restriktivere Politik anzuwenden, als wenn es sich an die Louvre-Vereinbarungen gehalten hätte. Wie dem auch sei, es gebe in den USA, wie auch

anderswo, mehrere Lager, und man müsse sehen, zu welchem Ergebnis deren Auseinandersetzung gelange. Europa könne den Dollar nicht stabilisieren; selbst mit umfangreichsten Interventionen könne dies nicht gelingen, wenn die "Federal" nicht mitmache und nicht auch in den USA eine entsprechende Politik angewandt werde. Was zähle, sei, das EWS intakt zu erhalten, und die Bundesbank sei bereit, alles Erforderliche zu tun, um dieses Ziel zu erreichen.

Der Vorsitzende greift die letzten Worte von Herrn Pöhl auf. Es sei unmöglich vorauszusagen, wohin der im Gang befindliche Prozess führen werde. Europa sei nicht fähig, allein den Dollar zu stabilisieren, und es sei daher sehr wichtig, innerhalb des EWS eine immer besser gegenseitig abgestimmte Politik zu betreiben.

Herr de Larosière erklärt sich weitgehend mit den Vorrednern einverstanden: die Stabilisierung des EWS sei ein zentraler Punkt der derzeitigen Währungslage, und die Lehre der jüngsten Ereignisse sei klar. Der kürzlich beschlossene Finanzierungsmechanismus für intramarginale Interventionen sei in Gebrauch genommen worden. Die von der Schwankungsbreite gebotene Flexibilität sei genutzt worden, und man habe nicht gezögert, den französischen Franc zwischen dem 28. und dem 29. Oktober gegenüber der D-Mark um 1 1/2 % zurückzustufen, was die Spekulation gegen den Franc zunächst gebremst, dann zum Stillstand gebracht habe. Man müsse sehen, dass die Gewinne, die sich ein Spekulant von einer Leitkursanpassung erhoffen könne, angesichts des konvergierenden Desinflationsprozesses in mehreren EWS-Ländern negativ ausfallen können. Es sei daher von höchster Wichtigkeit, den Kurs innerhalb der Bandbreite nicht auf einem zu hohen Stand zu halten, wenn eine Währung angegriffen werde; daran habe man sich in Frankreich gehalten, wobei man sich auch an jüngsten Beispielen in Dänemark orientiert habe. Ein solches Vorgehen müsse klar dargestellt werden, und man habe dann auch in Paris ein Kommuniqué veröffentlicht, um dem Publikum zu erläutern, dass die technische Nutzung der Schwankungsmarge angewandt werde, um die Spekulation zu treffen.

Energische Massnahmen bei den Zinssätzen seien in Verbindung mit der Bundesbank ergriffen worden; nützlich seien auch die vorausgegangenen Massnahmen der Nederlandsche Bank und begleitenden Massnahmen anderer, z.B. der Bank of England, gewesen. Es sei sehr wichtig, das Zinsgefälle im Auge zu behalten. So habe sich die Differenz zwischen den deutschen und den französischen Dreimonatssätzen von fast 4 % im August/September auf

3,25 % im Oktober verringert. Dies habe die Situation labiler gemacht. Es sei wenig angezeigt gewesen, die Sätze in Frankreich anzuheben, während sich gerade die Börsenkrise entwickelte. In Zukunft sollten daher noch besser koordinierte vorbeugende Massnahmen bei den Zinssatzdifferenzen ergriffen werden.

Herr de Larosière schliesst sich vorbehaltlos den Aussagen über die Notwendigkeit, die Funktionsweise des EWS zu stärken, an und ist wie Herr Pöhl der Ansicht, dass es keinerlei technische Rechtfertigung für eine Leitkursanpassung gebe. Man müsse daher klar zeigen, dass keine solche stattfinden werde. Das Zinsgefälle und die Positionen im Kursband sollten schliesslich jene zermürben, die letzten Endes kostspielige Positionen eingehen. All dies hänge selbstverständlich sehr eng mit dem internationalen Kontext zusammen, und man müsse daher vermeiden, dem Dollar gegenüber eine passive Haltung einzunehmen. Die Entwicklung dieser Währung sei für die europäische Konkurrenzfähigkeit und das Funktionieren des internationalen Währungssystems von wesentlicher Bedeutung, und Europa müsse sich beim Entscheidungsprozess auf diesem Gebiet in den Vereinigten Staaten hartnäckig zeigen.

Herr Duisenberg stimmt den Bemerkungen der Herren Pöhl und de Larosière über eine Leitkursanpassung zu. Die jüngsten Ereignisse hätten gezeigt, dass gut koordinierte Bemühungen, mit dem Einsatz der verfügbaren Instrumente, wirksam seien. Die Nederlandsche Bank freue sich, an dieser koordinierten Aktion mitgemacht zu haben; andere Länder ausserhalb der EG hätten es ebenfalls getan, wie z.B. die Schweiz. Dagegen seien die Zinssatzsenkungen der amerikanischen Banken gegen den Strom erfolgt.

Herr Duisenberg sieht die Haltung der amerikanischen Behörden gegenüber dem Dollar nicht so pessimistisch wie Herr Pöhl. Einige Anzeichen, wie die zwar bescheidenen Interventionen der "Federal", liessen vermuten, dass sie nicht zum "benign neglect" zurückgekehrt seien und dass sie glaubwürdige Massnahmen ergreifen könnten. Europa habe demonstriert, dass es handeln könne und wolle; die wichtigsten Massnahmen müssten nun von den Vereinigten Staaten kommen.

Herr Hoffmeyer ist ebenfalls der Meinung, dass Erklärungen, es werde keine Leitkursanpassung geben, zu nichts führten. Dies sei nicht glaubhaft. Dagegen wäre es nützlich, dass die grossen Länder - ohne einen bestimmten Kurs zu nennen - ihre Absicht bekanntgäben, den Dollar zu stabilisieren; ein solches Vorgehen würde indirekt auch das EWS stabilisieren.

Der Vorsitzende gibt einige Kommentare zu Italien ab. Er dankt zunächst den Notenbankpräsidenten für ihre Mitwirkung bei der Mobilisierung von ECU, die die Banca d'Italia im September, am Vortag des Treffens von Nyborg, vornahm. Zu jenem Zeitpunkt habe die Wechselkurspolitik der Banca d'Italia darauf abgezielt, eine bestimmte Position der Lira im Kursband zu halten, denn man hatte den Eindruck, dass der Druck aus dem Inland kam und auf eine bedeutende Anpassung der Lira spekulierete. Überdies bereitete die italienische Regierung das Budget für 1988 vor, und eine Abschwächung und eventuelle Abwertung der Lira wären als eine Belohnung der wirtschaftlichen Disziplinlosigkeit angesehen worden, umso mehr, als sich ein Wiederaufleben der Inflation abzeichnete. Was im folgenden passiert sei, habe die Berechtigung der eingeschlagenen Politik gezeigt. Es sei nämlich zu einem Devisenrückfluss gekommen, und die Banca d'Italia habe D-Mark in einem höheren Betrag als die vorherigen Verkäufe zu einem niedrigeren Kurs zurückgekauft. Wenn man die Wechselkursdifferenzen und die Bankkommissionen berücksichtige, hätten die Marktteilnehmer, die Positionen eingegangen seien, wirklich Verluste erlitten, was eine erzieherische Wirkung gehabt haben dürfte.

Im Oktober sei die Politik der Banca d'Italia anders gewesen, da die Spannungen nicht Angriffen gegen die Lira entsprachen, sondern das System als Ganzes betrafen. Wie die Banque de France habe auch die Banca d'Italia den Kurs ihrer Währung um etwa 2 % abgleiten lassen, und netto gesehen habe sie nicht interveniert. Die Zinspolitik habe kein Anheben der offiziellen Sätze umfasst, da schon im September eine Erhöhung vorgenommen worden war, aber die Sätze für Staatspapiere seien erhöht worden.

Der Vorsitzende kommt wieder zur allgemeinen Debatte zurück und erklärt, er teile ein wenig den Eindruck von Herrn Duisenberg, nämlich dass die amerikanischen Behörden sich anscheinend zeitweise nicht mehr für das Los ihrer Währung interessierten, aber dass inzwischen einige von ihnen zur Ansicht gekommen seien, man sei zu weit gegangen. Wenn auch klar sei, dass Europa allein keine Dollarerholung bewirken könne, so könne doch die gemeinsame Haltung einen Anstoss in die richtige Richtung geben. Daher gehe das Element des Vertrauens und der Stabilität, das das EWS darstelle, über die zusammengezählten Interessen der teilnehmenden Länder hinaus. In diesem Sinne sei es wichtig, alle verfügbaren Instrumente zu nutzen, und es sei klar, dass die Vereinbarung von Basel/Nyborg vom September sehr nützlich sei; ohne sie hätten die Zentralbanken weniger Mittel zur Verfügung gehabt, um das EWS flexibel zu leiten.

Herr Delors unterstreicht, die Kommission freue sich über die von den Zentralbankpräsidenten im September getroffene und heute ratifizierte Vereinbarung und auch über die Art und Weise, wie sie angewendet worden sei. Er erinnert daran, dass zwischen Oktober 1986 und Januar 1987 der Dollar gegenüber der D-Mark von 2,04 auf 1,857 gesunken sei, und dass man insbesondere im Januar 1987 schliesslich eine der mühsamsten Zusammenkünfte der Finanzminister und Notenbankpräsidenten abhalten musste. Diesmal, zwischen Mitte August und dem 9. November 1987, sei der Kursrückgang des Dollars stärker gewesen, von 1,857 auf 1,66, und das EWS habe dank der Übereinkunft der Notenbankpräsidenten die Mittel gefunden, um Widerstand zu leisten und zu zeigen, dass es keinerlei objektiven Grund im System selbst für eine Anpassung der Paritäten gebe. Die Kommission habe in einem Kommuniqué die Initiative der Nederlandsche Bank, die gemeinsame deutsch-französische Aktion und die anderen Beschlüsse, wie jenen der Bank of England, begrüsst; diese Massnahmen hätten die Widerstandsfähigkeit Europas bewiesen.

Herr Delors erklärt sich etwas besorgt über die Bemerkungen amerikanischer Amtsträger, in denen das EWS quasi als Hindernis für die Anpassung der Wechselkurse hingestellt wird, da es die D-Mark daran hindere, sich so weit aufzuwerten, wie dies die Vereinigten Staaten wünschten. Welches auch die Tragweite solcher Bemerkungen oder auch anderer sei, die die Aufgabe der europäischen Zentralbanken nur erschweren, es sei wichtig zu wiederholen, dass es keinen sachlichen Grund für eine Änderung der Paritäten gebe. Es scheine jedoch klar, dass es, solange man nicht die Grundgegebenheiten in Angriff nehme, schwierig bleibe, auf den Märkten genügend Glaubwürdigkeit zurückzugewinnen. In anderen Worten, nötig wäre ein "Louvre" mit energischen amerikanischen Beschlüssen im Haushaltbereich und einigen Massnahmen in Europa.

Der Vorsitzende bemerkt, die Erklärung vom 9. November des Vorsitzenden der Notenbankpräsidenten der Zehnergruppe gehe in die gleiche Richtung wie die von Herrn Delors; im übrigen unterstreiche die Presse heute, dass die Notenbankpräsidenten auf dem Gebiet der allgemeinen Wirtschaftspolitik den Ball wieder den Regierungen zugespielt haben.

Hinsichtlich des Verfahrens erklärt der Vorsitzende, dass der Ausschuss das Verfahren bestätigen könne, das man diesmal versuchsweise angewandt habe, d.h. die "Dalgaard-Gruppe" wird ersucht, auf dem eingeschlagenen Weg fortzufahren. Heute seien die Fragen so bedeutend gewesen, dass es nicht schwer gewesen sei, eine reichhaltige und umfassende Debatte

durchzuführen. In Zukunft sollte aber die Überwachung nicht eine Prüfung aller Länder bilden, wobei praktisch ein vollständiger Überblick gegeben wird. Vielmehr sollte man sich insbesondere im Hinblick auf eine Diskussion für das Vorgehen im kommenden Monat auf die Hauptpunkte konzentrieren.

III. Verabschiedung des Ausschussberichts an die EG-Finanzminister über die Entwicklung an den Devisenmärkten der neunzehn an der Konzertation beteiligten Länder im September, Oktober und in den ersten Novembertagen 1987.

Der Vorsitzende bemerkt, dass die Materie des Berichts schon weitgehend von Herrn Dalgaard dargelegt und von den Zentralbankpräsidenten diskutiert worden ist; er stellt fest, dass der Ausschuss den Bericht verabschiedet, der nach dem üblichen Verfahren den EG-Finanzministern zugestellt werden wird.

IV. Unterzeichnung der Akte über den Beitritt der Banco de Portugal zum EWS-Abkommen

Der Vorsitzende ersucht die Zentralbankpräsidenten, die Beitrittsakte der Banco de Portugal zum Abkommen über das EWS in den üblichen drei Fassungen - deutsch, englisch und französisch -, die ihnen vorgelegt werden, zu unterzeichnen; die Zentralbankpräsidenten schreiten zur Unterzeichnung, und der Vorsitzende heisst die Banco de Portugal im EWS willkommen.

V. Durchführung der von den Zentralbankpräsidenten am 8. September 1987 vereinbarten Massnahmen zur Stärkung des EWS:

- Unterzeichnung der Akte betreffend das Abkommen vom 13. März 1979 zwischen den Zentralbanken der Mitgliedstaaten der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft über die Funktionsweise des Europäischen Währungssystems;
- Verabschiedung der Eintragungen in das Protokoll der Sitzung;
- Verabschiedung des in Zukunft anzuwendenden Überwachungsverfahrens.

Die Zentralbankpräsidenten unterzeichnen die Akte betreffend das

Abkommen über das EWS in den üblichen drei Versionen (deutsch, englisch, französisch).

Herr Pöhl macht zwei Bemerkungen. Er ruft in Erinnerung, dass es nicht einfach war, die Vereinbarung vom September dem Zentralbankrat der Bundesbank und der öffentlichen Meinung in Deutschland schmackhaft zu machen. Es sei daher zu wünschen, dass bei den intramarginalen Interventionen, für die Finanzierung benötigt wird, die Regel der vorherigen Anfrage und Genehmigung strikte eingehalten wird.

Im übrigen sind nach Ansicht von Herrn Pöhl die von den Notenbankpräsidenten verabschiedeten Anpassungen ein echter Schritt nach vorn. Es sei daher angezeigt, die Debatten über die Funktionsweise des EWS nun eine gewisse Zeit ruhen zu lassen. Verbesserungen der bestehenden Elemente seien gewiss jederzeit möglich, aber wenn Diskussionen abgehalten werden müssen, dann sollten sie im Ausschuss der Zentralbankpräsidenten stattfinden und nicht in aller Öffentlichkeit. Sonst wecke man erneut Erwartungen und könnte in Deutschland Schwierigkeiten hervorrufen, die dem angestrebten Ziel keinesfalls dienen.

Der Vorsitzende erklärt, die Finanzierung intramarginaler Interventionen müsse in der Tat Gegenstand einer vorherigen Abmachung zwischen den betroffenen Zentralbanken sein; diese Regel sei keine bloße Formalität und müsse im Sinne der getroffenen Vereinbarung eingehalten werden.

Herr de Larosière dankt Herrn Pöhl für die gute Zusammenarbeit bei der erstmaligen Beanspruchung der Finanzierungsfazität gemäss der Vereinbarung von Basel/Nyborg.

Der Vorsitzende unterstreicht, es habe sich um eine vorweggenommene Demonstration der Leistungsfähigkeit des Mechanismus gehandelt, die dank dem Kooperationswillen der Notenbankpräsidenten zustande gekommen sei.

Herr Delors weist darauf hin, dass der Europäische Rat vom Dezember 1985 die Kommission ersucht hatte, einen Bericht über die Entwicklung der Wirtschafts- und Währungsunion zu erstellen; dieser Bericht muss spätestens dem Europäischen Rat von Kopenhagen am 4./5. Dezember 1987 übergeben werden. Um die von Herrn Pöhl genannten Nachteile zu vermeiden, erklärt sich Herr Delors bereit, den Notenbankpräsidenten vor dem Europäischen Rat einen Text zuzustellen.

Der Vorsitzende meint, dass die Zentralbankpräsidenten zweifellos mit Interesse einen Text der Kommission lesen würden, in dem diese zwar durchaus ihren Aufgaben nachkommen, dabei aber die Sorgen des Ausschusses

berücksichtigen könnte. So wäre es wünschenswert, insbesondere die eingeführten Verbesserungen und die Art und Weise, wie sie angewendet worden seien, hervorzuheben.

Wie Herr Pöhl ist auch Herr Hoffmeyer der Ansicht, dass in diesem Stadium der Hinweis auf Vorschläge oder Ideen für weitere technische Verbesserungen des EWS kontraproduktiv wäre.

- Verabschiedung der Eintragungen in das Protokoll der Sitzung

- Verwendung der sehr kurzfristigen Finanzierung für intramarginale Interventionen

Hinsichtlich der in Art. 6.1 des EWS-Abkommens vorgesehenen sehr kurzfristigen Kreditfazilitäten bekräftigen die Zentralbankpräsidenten ihre Vereinbarung vom 8. September 1987. Die EG-Zentralbanken akzeptieren die Vermutung, dass im Rahmen des in Kapitel I des EWS-Abkommens beschriebenen Wechselkursmechanismus intramarginale Interventionen, die mit Zustimmung der die Interventionswährung emittierenden Zentralbank vorgenommen werden, unter folgenden Voraussetzungen über den EFWZ finanziert werden können:

- Die Finanzierung darf kumulativ das Doppelte der Schuldnerquote der Schuldnerzentralbank im kurzfristigen Währungsbestand nicht übersteigen.
- Die Schuldnerzentralbank ist bereit, auch ihre Eigenbestände in der Währung, die für Interventionszwecke verkauft werden soll, einzusetzen, und zwar in einer zu vereinbarenden Höhe.
- Rückzahlungen erfolgen entsprechend den Vorschriften von Art. 16.1 des EWS-Abkommens. Die Gläubigerzentralbank behält sich das Recht vor, Rückzahlung in ihrer eigenen Währung zu verlangen, wenn dies mit Blick auf die monetäre Lage in ihrem Land notwendig erscheint, wobei sie die Reserveposition der Schuldnerzentralbank berücksichtigen wird.

Die Notenbankpräsidenten sind sich insbesondere über die folgenden Punkte einig:

- a) Der "kumulative" Betrag wird definiert als die gesamte ausstehende Verschuldung einer Zentralbank aus der sehr kurzfristigen Finanzierung sämtlicher intramarginaler Interventionen.
- b) Art. 7 bis 16 des EWS-Abkommens gelten uneingeschränkt für Forderungen und Verbindlichkeiten aus der sehr kurzfristigen

Finanzierung intramarginaler Interventionen; vorbehalten bleibt das Recht der Gläubigerzentralbank, Rückzahlung in ihrer eigenen Währung zu verlangen.

- c) Allein die Gläubigerzentralbank entscheidet, ob die Rückzahlung in ihrer eigenen Währung mit Blick auf die monetäre Lage notwendig erscheint.
- d) Das Recht der Gläubigerzentralbank auf Rückzahlung in ihrer eigenen Währung besteht lediglich gegenüber derjenigen Zentralbank, der die sehr kurzfristige Finanzierung von intramarginalen Interventionen eingeräumt wurde, und ist auf den Umfang beschränkt, in dem die Schuldnerzentralbank über Guthaben in der Währung der Gläubigerzentralbank verfügt.
- e) Falls im Anschluss an die in Art. 13 des EWS-Abkommens vorgesehene automatische Aufrechnung die Forderung einer Gläubigerzentralbank durch eine Zentralbank beglichen wird, die nicht mit derjenigen Zentralbank identisch ist, der die sehr kurzfristige Finanzierung von intramarginalen Interventionen eingeräumt wurde, hat die Gläubigerzentralbank das Recht, die ursprüngliche Schuldnerzentralbank zu ersuchen, die im Saldenausgleich erhaltenen Reserveaktiva in ihre eigene Währung zu konvertieren. Vorbehalten bleiben die in c) und d) erwähnten Bedingungen.

- Annahme der ECU im Saldenausgleich

Hinsichtlich der Annahme von ECU in den in Art. 16.1 beschriebenen Saldenausgleichstransaktionen bekräftigen die Zentralbankpräsidenten ihre Vereinbarung vom 8. September 1987. Die EWG-Zentralbanken sind übereingekommen, ECU zum Ausgleich von offenen Forderungen aus der sehr kurzfristigen Finanzierung über ihre in Art. 16.1 des EWS-Abkommens genannte Pflichtquote hinaus und bis zu 100 % anzunehmen, solange

- sich dadurch nicht eine unausgewogene Zusammensetzung ihrer Reserven ergibt, und
- keine übermäßigen Schuldner- und Gläubigerpositionen in ECU entstehen.

Die Zentralbankpräsidenten haben vereinbart, nach zwei Jahren der Erfahrung die formellen Bestimmungen über die offizielle ECU im Ausschuss

der Zentralbankpräsidenten gemäss der allgemeinen Bestimmung von Art. 21 des EWS-Abkommens zu überprüfen.

- Ausbau des Überwachungsverfahrens

Die Zentralbankpräsidenten bekräftigen ihre Übereinkunft vom 8. September 1987 hinsichtlich des Ausbaus des Überwachungsverfahrens. Mit dem Ziel, die zur Beibehaltung des EWS-Wechselkurszusammenhalts zur Verfügung stehenden Instrumente effizienter einzusetzen, sind die Zentralbankpräsidenten übereingekommen, im Rahmen des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten das Verfahren der gemeinsamen Überwachung der Wirtschafts- und Währungsentwicklung und der Wirtschafts- und Währungspolitik auszubauen, um so zu einer gemeinsamen Beurteilung gegebener Verhältnisse und geeigneter wirtschaftspolitischer Gegenmassnahmen zu gelangen.

- Verabschiedung des in Zukunft anzuwendenden Überwachungsverfahrens

Herr Dalgaard fasst die Vorschläge der Experten im Bericht Nr. 62 zusammen. Die Überwachung der Geld- und Devisenmärkte und die Analyse der durchgeführten Aktionen wird jeden Monat von den Vertretern der EG-Zentralbanken in der "Konzertationsgruppe" unter dem Vorsitz von Herrn Dalgaard vorbereitet werden. Eine erste Untersuchung wird grundsätzlich am Nachmittag des Freitags vor der monatlichen Sitzung in Basel durchgeführt, wobei man sich des neuen Konzertationstelefonnetzes bedient. Am Montagmorgen 8 Uhr wird die Untersuchung in einer Zusammenkunft der Experten der EG, die vor der Sitzung der Stellvertreter stattfindet, fortgesetzt. So kann der Vorsitzende der Expertengruppe die Ergebnisse dieser Vorarbeit den Stellvertretern vorlegen. Danach erstatten die Vorsitzenden der Expertengruppe und des Stellvertreterausschusses dem Ausschuss der Zentralbankpräsidenten an der Sitzung vom Dienstag mündlich Bericht. Die Präsidenten werden überdies die von den Experten geprüften neuen Grafiken und Tabellen zur Entwicklung der Märkte erhalten, sowie eine - teilweise ebenfalls neue - Dokumentation über die wirtschaftlichen Eckdaten. Alle diese Unterlagen müssten von Sekretariat vorbereitet werden, das sich entsprechend organisieren muss.

Die Sitzung für die Fertigstellung des für die Finanzminister bestimmten "Konzertationsberichts", die bisher am Montag um 8.30 Uhr stattfand, würde in Zukunft am Montag um 15 Uhr stattfinden. Diese Änderung bedeutet, dass die Stellvertreter den Bericht nicht mehr nach der Prüfung durch die Experten und vor der Verabschiedung durch die Zentralbankprä-

sidenten ansehen können. Die Stellvertreter werden jedoch nach wie vor den Entwurf erhalten; sie könnten daher diesen prüfen und ihren Experten die notwendigen Instruktionen für etwaige Änderungen geben.

Herr Dalgaard erinnert daran, dass die praktischen Aspekte der von den Experten vorgeschlagenen Überwachung flexibel sein und im Licht der gesammelten Erfahrungen Überprüfungen unterworfen werden sollten. Die heutige erstmalige Übung sei eben gerade auf Versuchsbasis durchgeführt worden.

Herr Dini erklärt, die Stellvertreter seien mit der Verabschiedung der Verfahrensaspekte der Überwachung, die in Kapitel II des Berichts Nr. 62 zu finden sind und von Herrn Dalgaard soeben zusammengefasst wurden, einverstanden. Sie haben vermerkt, dass die erstmals den Präsidenten vorgelegten Grafiken versuchsweise erstellt wurden und noch verbessert werden können. Die Stellvertreter haben einige Anregungen vorgebracht, denen man Rechnung tragen wird. Sie haben ferner vorgeschlagen, dass die neuen Grafiken, die derzeit von der Danmarks Nationalbank ausgearbeitet werden, so bald als möglich vom Sekretariat zu erstellen seien. Es soll das Nötige vorgekehrt werden, damit das Sekretariat diese Aufgabe erfüllen kann. Da die neuen Grafiken die neusten Tageswerte der Interventionen enthalten und da das Verfahren eine Übermittlung per Telefax impliziert, wird jede Zentralbank sich vergewissern müssen, dass die so übermittelten Daten nur von jenen gesehen werden, die an der Überwachungsübung teilnehmen. Schliesslich haben die Stellvertreter noch hervorgehoben, dass das Überwachungsverfahren flexibel zu halten und von Zeit zu Zeit aufgrund der gesammelten Erfahrungen zu überprüfen ist.

Der Vorsitzende dankt den Herren Dalgaard und Dini für ihre Referate und stellt fest, dass der Ausschuss der Verabschiedung der Verfahrensvorschläge der Experten und der Stellvertreter zustimmt.

VI. Gedankenaustausch über die jüngsten Vorschläge der Kommission zur vollständigen Liberalisierung des Kapitalverkehrs

Der Vorsitzende ruft in Erinnerung, dass die Notenbankpräsidenten, im Anschluss an eine Anfrage, die er an Präsident Delors gerichtet hatte, die verschiedenen Dokumente der Kommission zur Liberalisierung des Kapitalverkehrs erhalten haben. Er dankt Herrn Delors. Der Ausschuss werde von seiner Anwesenheit profitieren, um von ihm eine Darlegung der Vorschläge der Kommission zu hören.

Herr Delors dankt den Zentralbankpräsidenten dafür, dass sie einen Teil dieser Sitzung einer ersten Reaktion auf die Dokumente widmen wollen, die von der Kommission am 21. Oktober 1987 dem Rat der Gemeinschaften eingereicht worden sind; sie betreffen die letzte Etappe für die Realisierung einer vollständigen Freigabe des Kapitalverkehrs, wie sie in einem gemeinschaftlichen Finanzraum vorgesehen ist, der einen gemeinsamen Markt der Finanzdienstleistungen einschliesst.

Herr Delors erinnert daran, dass er erstmals im Frühjahr 1986 dem Ausschuss diese in der Verwirklichung eines grossen Marktes ohne Grenzen im Jahr 1992 eingeschlossene Perspektive vorgelegt hat. Vier Fragen sind damals gestellt worden. Sind die Bankengesetze der Mitgliedstaaten genügend homogen und streng, um eine vollständige Freigabe des Kapitalverkehrs zu erlauben, ohne dass dieser eine Harmonisierung dieses gesetzlichen Rahmens vorangeht? Sind die bankenaufsichtlichen Regeln des Sparererschutzes in allen Ländern auf einem genügend hohen Stand, so dass auch dieses Element nicht vorher behandelt werden muss? Welches sind die Bindeglieder zwischen der Verwaltung des EWS und der Verwaltung des gemeinsamen Finanzraums? Wie sind die schwierigen Probleme zu lösen, die wegen der unterschiedlichen Besteuerung der Einkünfte aus Bankeinlagen, Anleihen und Aktien entstehen?

Im Juli 1986 haben die Zentralbankpräsidenten einen Bericht über diese Liberalisierungsetappe, die im November 1986 verabschiedet wurde, vorgelegt. Die Kommission schlägt nun die zweite und letzte Etappe vor, wobei die Lage zur Zeit die folgende ist: vier Länder haben den Kapitalverkehr schon vollständig liberalisiert, vier weitere sind nahe daran, und vier Länder möchten schliesslich noch zusätzliche Fristen für die Anwendung. Vorgeschlagen sind Ende 1990 für Spanien und Irland und Ende 1992 für Griechenland und Portugal, aber der Finanzminister des letztgenannten Landes hat schon in Nyborg erklärt, er wünsche eine längere Frist.

Von den vier in Erinnerung gerufenen Fragen sind die beiden ersten, über die Bankengesetze und die bankenaufsichtlichen Regeln, von den darüber befragten Experten und selbst von den Ministern, die darüber schon zweimal diskutiert haben, bejahend beantwortet worden. Beim Übergang von der Liberalisierung des Kapitalverkehrs zur Schaffung eines Marktes der Finanzdienstleistungen werden selbstverständlich eine Anzahl Richtlinien vom Ministerrat verabschiedet werden müssen. Diese Texte werden im besonderen von einem Ad-hoc-Ausschuss, der dem Ausschuss der Zentralbankpräsidenten nahesteht, geprüft.

Zu den verbleibenden zwei Fragen kommen zwei weitere hinzu, nämlich: was tun, wenn ein Land vorübergehend in Schwierigkeiten gerät? und was tun, wenn die Schwierigkeit die Gemeinschaft als Ganzes betrifft? (Die derzeitige Lage könnte als Beispiel dafür angesehen werden.) Für den Fall eines Landes, das sich vorübergehend in Schwierigkeiten befindet, schlägt die Kommission eine spezielle Schutzklausel in der Richtlinie anstelle der Inanspruchnahme der Artikel 108, 109 und 73 des Vertrages vor. In der Tat beziehen sich die beiden ersten Artikel auf Schwierigkeiten in der Zahlungsbilanz, während die Klausel auf die kurzfristigen, zeitweiligen Bewegungen zielt, die nicht unbedingt die Zahlungsbilanz berühren, aber die den europäischen Finanzraum destabilisieren können. Die spezielle Schutzklausel hat im übrigen den Vorzug, dass die Konsultierung des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten verlangt werden kann, wenn ein Land die Initiative zu ihrer Anwendung ergreift und die Kommission darüber unterrichtet. Diese würde sich dann an den Ausschuss der Zentralbankpräsidenten wenden, was in den anderen Verfahren nicht vorgesehen ist. Die Zentralbankpräsidenten selbst haben in ihrem Bericht vom 8. Juli 1986 auf die Nützlichkeit eines Ansatzes hingewiesen, der nicht nur die Entwicklung der Zahlungsbilanz, sondern auch geldpolitische Erwägungen berücksichtigt.

Die zweite Frage betrifft ein Problem der Gemeinschaft als Ganzes, d.h. wenn diese unter übermässigen Kapitalabflüssen oder Kapitalzuflüssen leidet. Die Richtlinie aus dem Jahr 1972 bezieht sich nur auf diesen zweiten Fall; es ist daher logisch, sie aufzuarbeiten, so dass sie für beide Fälle gilt und auch den Ausschuss der Zentralbankpräsidenten bei ihrer Anwendung einschliesst, da die verwendbaren Regulierungsinstrumente von direktem Interesse für die Zentralbankpräsidenten und die Verwaltung des EWS sind.

Die Frage nach dem Bindeglied zwischen der Liberalisierung des Kapitalverkehrs und der Wechselkurspolitik wirft zwei Hauptprobleme auf. Das erste betrifft die Angemessenheit der mittelfristigen Finanzierungsinstrumente hinsichtlich der derzeitigen und künftigen Bedürfnisse. Seit mehreren Jahren hat man, wenn Zahlungsbilanzprobleme auftraten, im allgemeinen Gemeinschaftsdarlehen in Anspruch genommen, und der mittelfristige finanzielle Beistand des EWS ist nicht mehr benutzt worden. In dieser Ausgangslage schlägt die Kommission nicht eine Fusion dieser beiden Mechanismen vor, sondern eine Neuordnung; angesichts ihrer unterschiedlichen Finanzierung könnte man sich eine Erhöhung der Obergrenze der Gemeinschaftsdarlehen und eventuell eine entsprechende Herabsetzung des Betrages des finanziellen

Beistands vorstellen. Überdies könnte das Instrument sowohl bei Zahlungsbilanzschwierigkeiten als auch als Hilfe für ein Land, das seine Teilnahme am Wechselkursmechanismus oder seine Liberalisierung des Kapitalverkehrs beschleunigen möchte, verwendet werden.

Die Verbindung zwischen dieser Liberalisierung und dem EWS bringt noch zwei Probleme technischer Art mit sich, nämlich die Beibehaltung einer erweiterten Schwankungsmarge für die Lira und eines doppelten Devisenmarktes in Belgien und Luxemburg. Die Kommission nimmt zu diesen beiden Punkten eine offene Haltung ein und könnte sich zwei kurze Übergangsperioden für die drei betroffenen Länder vorstellen, die das gute Funktionieren des gemeinsamen Finanzraums nicht behindern sollten. Hingegen scheint der Beitritt des Pfunds Sterling fast eine Voraussetzung für das Funktionieren dieses Raums. Andernfalls wäre vom Standpunkt der kurzfristigen Anlageperspektiven aus der Wettbewerb zwischen Währungen mit sehr unterschiedlichem Schwankungspotential beeinträchtigt.

Die Frage der steuerlichen Unterschiede fällt streng genommen nicht in die Zuständigkeit der Zentralbankpräsidenten, aber sie ist für den gemeinsamen Finanzraum sehr wichtig. Die Kommission hat unterschieden zwischen Aktiendividenden einerseits und Zinsen von Anleihen und Bankeinlagen andererseits. Bei den Dividenden sind die Probleme nicht so gross, angesichts der Ähnlichkeit der derzeitigen steuerlichen Regelungen in den acht von der Liberalisierung direkt betroffenen Ländern. Die Kommission hatte 1975 eine Richtlinie für die Annäherung der Besteuerung von Körperschaften eingereicht; sie wird aktualisiert werden müssen, beispielsweise mit einer Körperschaftsteuer von zwischen 40 und 50 % und einer Steuervergünstigung zugunsten der Aktienbesitzer, deren Betrag variieren könnte.

Bei den Zinsen von Anleihen und Bankeinlagen sind die steuerlichen Unterschiede sehr gross. Tut man nichts, gibt es keinen loyalen Wettbewerb mehr, tut man etwas, sprechen einige von der Gefahr, dass Kapital aus der Gemeinschaft in andere Steuerparadiese flüchten könnte. Die Kommission hat verschiedene Lösungen vorgeschlagen: entweder eine allgemeine Quellensteuer, oder eine Deklarationspflicht der Banken für die Zinsen, oder eine Kombination von beidem. Wenn man gar nichts tut, müsste man zumindest einen Ausbau der gegenseitigen Hilfe zwischen den Steuerverwaltungen vorsehen. Das Risiko ist gross, dass einige Länder das ungenügend finden und die Steuerfrage zu einer Voraussetzung der Liberalisierung des Kapitalverkehrs machen.

Zum Schluss seines Referats unterstreicht Herr Delors, dass einerseits diese Steuerfrage eine entscheidende Etappe der Verwirklichung des Marktes der Finanzdienstleistungen und des grossen Binnenmarktes ist, und dass andererseits die Kommission ihre Vorschläge trotz der Ereignisse eingereicht hat, da sie der Ansicht war, so zeige sie ihr Vertrauen in die Marktmechanismen und in die Fähigkeit der Gemeinschaft und des EWS, auf diese Ereignisse zu reagieren.

Der Vorsitzende dankt Herrn Delors für die ausführliche und sehr interessante Vorlage eines umfangreichen Dossiers, das die Zentralbankpräsidenten einige Zeit beschäftigen wird.

Herr Dini erklärt, die Stellvertreter hätten sich kaum mit den Sachfragen des Dossiers befasst, sondern sich auf Verfahrensaspekte beschränkt. Sie erinnern daran, dass:

- der Rat der Finanzminister an seiner Sitzung vom 16. November die Vorschläge der Kommission zur Liberalisierung des Kapitalverkehrs, zur Änderung der Richtlinie von 1972 über die Kapitalströme und zur Neuordnung der mittelfristigen Finanzierungsinstrumente nur vorläufig zur Kenntnis nehmen sollte;
- der Rat der Finanzminister wahrscheinlich den Währungsausschuss und den Ausschuss der Zentralbankpräsidenten auffordern wird, zu diesen Vorschlägen Stellung zu nehmen;
- die Arbeiten dieser beiden Ausschüsse koordiniert werden sollten, um Doppelspurigkeiten zu vermeiden.

Viele Stellvertreter haben das grosse Interesse des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten an den Vorschlägen der Kommission hervorgehoben, da diese nicht ohne Folgen für EWS und Geldpolitik bleiben werden. Es wird daher vorgeschlagen, die Expertengruppen des Ausschusses zu ersuchen, mit der Prüfung dieser Fragen zu beginnen. Die Arbeit (s. beiliegender Mandatsentwurf) sollte sich im wesentlichen mit den möglichen Folgen der vollständigen Freigabe der Geldströme für den Zusammenhalt des EWS-Wechselkursmechanismus und die Durchführung der Geldpolitik befassen. Diese Arbeit könnte von der "Dalgaard-Gruppe" ausgeführt werden, die durch die Experten der "Raymond-Gruppe" zu ergänzen wäre, so dass die Implikationen für die Geldpolitik vollständig analysiert werden.

Es wurde darauf hingewiesen, dass die Prüfung dieser Fragen durch die Experten, die Stellvertreter und den Ausschuss der Zentralbankpräsidenten eine gewisse Zeit benötigen wird, und dass es wünschenswert wäre, dies bei

der Erstellung des Zeitplans für die endgültige Genehmigung der neuen Richtlinie über die Liberalisierung und die damit verbundenen Massnahmen zu berücksichtigen.

Die einheitliche Akte legt, wie vermerkt wurde, das Jahr 1992 als Datum für die Vollendung des Binnenmarkts fest. Die Frage wurde gestellt, ob es annehmbar ist, die Liberalisierung der Geld- und Kapitalströme vor diesem Datum in Kraft zu setzen und ob die Richtlinie für die Liberalisierung, wenn sie verabschiedet ist, unbedingt unverzüglich in Kraft treten muss.

Der Vorsitzende ist der Meinung, der Ausschuss könne heute keine Grundsatzdebatte mehr anfangen, aber er sollte sich vorbereiten. Wie von den Stellvertretern vorgeschlagen, und im Hinblick auf die Stellungnahme, um die der Ausschuss gewiss gebeten werden wird, könnten die Experten ersucht werden, sich schon jetzt an die Arbeit zu machen. Das Thema sei von sehr grosser Bedeutung, und man müsse ihm die notwendige Zeit widmen. Es seien in der Tat eine ganze Reihe von Fragen in verschiedenen Bereichen zu prüfen, die für die Zentralbanken von direktem Interesse seien. Man müsse auch eine ganzheitliche und zusammenhängende Antwort und nicht bloss punktuelle Kommentare abgeben.

Herr Pöhl findet es in der Tat zu früh, um auf den Fragenkomplex im einzelnen einzutreten. Dieser sei von allerhöchster Bedeutung, und man müsse die Kommission zu dieser Initiative beglückwünschen, die eine der grossen Errungenschaften der Gemeinschaft darstelle. Da die Geldpolitik sehr direkt betroffen sei, sei eine aufmerksame Prüfung wichtig; die Experten und die Stellvertreter sollten dies vorbereiten, und die Präsidenten sollten an einer der nächsten Sitzungen die nötige Zeit vorsehen, um eine Stellungnahme an die Minister auszuarbeiten.

Herr Rubio räumt ein, dass die Liberalisierung des Kapitalverkehrs eine wesentliche Voraussetzung ist, um die Ziele der einheitlichen Akte zu erreichen, insbesondere die Schaffung eines einheitlichen Marktes bis 1992. Spanien schreite auf diesem Weg voran: gewisse Bewegungen seien in den letzten Monaten freigegeben worden, weitere Massnahmen seien in Prüfung. Der Liberalisierungsprozess werfe jedoch das Problem der binnen- wie auch ausenwirtschaftlichen geldpolitischen Koordinierung auf. In einigen Ländern werde die Durchführung dieser Liberalisierung sehr schwierig sein, wenn nicht gleichzeitig eine Verbesserung der Koordinierung und der Mechanismen, die die Kohärenz der Geldpolitik der Mitgliedstaaten gewährleisten, stattfinde. Einige jüngst gefasste Beschlüsse seien ein ausgezeichnetes Beispiel

dieser erwünschten Koordinierung, und auch die Entwicklung des soeben versuchsweise angewandten Überwachungsverfahrens werde ein guter Test sein.

Herr Leigh-Pemberton begrüsst es, dass die Zentralbankpräsidenten diesen sehr wichtigen Fragenkomplex prüfen können, er begrüsst es ferner, dass Präsident Delors gekommen ist, um ihn persönlich dem Ausschuss vorzulegen. Das für die Arbeiten vorgesehene Verfahren sei gut, ebenso der Entwurf des Mandats.

Was den Beitritt des Pfundes Sterling zum Wechselkursmechanismus betreffe, so sei die Haltung Grossbritanniens unverändert, d.h. der Beitritt wird, gemäss der überlieferten Formel, zum geeigneten Zeitpunkt stattfinden. Ob jedoch innerhalb oder ausserhalb des Mechanismus, es sei klar, dass die Wechselkurspolitik Grossbritanniens sich am Geist des EWS orientieren werde, wie es das im Lauf der letzten Monate bewiesen habe.

Herr Moreira erklärt, die Vorschläge der Kommission stiessen in Portugal auf grosses Interesse, aber es wäre zu schwierig, 1992 als Termin für die vollständige Liberalisierung des Kapitalverkehrs in Betracht zu ziehen. Dieses Datum werde im Beitrittsvertrag für die Liberalisierung der Bewegungen des Finanzkapitals, nicht jedoch für monetäre Transaktionen festgelegt. Einige Liberalisierungsmassnahmen seien schon getroffen worden, und es zeige sich, dass eine zusätzliche Übergangsfrist notwendig sei, um sich mehr Gewissheit über die Entwicklungen in verschiedenen Bereichen zu verschaffen: Finanzmarkt, Geldmarkt, Bankensektor.

Herr Delors bezieht sich auf eine Bemerkung über den Termin 1992, die Herr Dini im Namen der Stellvertreter gemacht hat. Man dürfe nicht übersehen, dass die Verwirklichung des Binnenmarktes, die die deutsche Präsidentschaft im ersten Halbjahr 1988 zu einer ihrer Prioritäten machen wolle, in zahlreichen Bereichen wichtige Entscheidungen erfordern werde; sie werde auch eine Dynamik erfordern, die die vollständige Liberalisierung in acht Ländern von 1988 an gewiss schaffen könne. Die europäischen Unternehmen glaubten an die Verwirklichung des Binnenmarktes und organisierten sich entsprechend, aber die Schaffung eines gemeinsamen Finanzraums zwischen acht Ländern im Jahre 1988 würde wahrscheinlich den ganzen Prozess dynamisieren. Selbstverständlich könne das genaue "Timing" ziemlich flexibel sein, da jeden Monat Entscheidungen getroffen werden, um den grossen Markt ohne Grenzen zu verwirklichen.

Herr de Larosière findet die von der Kommission eingereichten und von Herrn Delors vorgestellten Dokumente äusserst nützlich. Die Gemeinschaft habe sich auf den Weg der Freigabe des Kapitalverkehrs begeben, und der

einheitliche Markt von 1992 habe keinen Sinn, wenn man nicht diese Richtung einschläge. Was Frankreich betreffe, so sei es auf diesem Weg schon weit fortgeschritten. Es gebe jedoch Fragen, die man nicht umgehen könne, und es sei äusserst positiv, dass sie, insbesondere im Bereich Steuern und geldpolitische Zusammenarbeit, gestellt worden seien.

Herr de Larosière erklärt sich damit einverstanden, eine Arbeitsgruppe unter dem Vorsitz von Herrn Dalgaard mit den Implikationen der Vorschläge der Kommission für das Funktionieren und den Zusammenhalt des EWS und den koordinierten Kurs der Geldpolitik zu betrauen.

Der Vorsitzende stellt abschliessend fest, dass der Ausschuss das Mandat an die "Dalgaard-Gruppe", die durch Experten der "Raymond-Gruppe" ergänzt wird, billigt. In Beantwortung einer Frage von Herrn Dalgaard über den Zeitplan erklärt er, er könne keine genaue Frist setzen; einerseits sei für eine gründliche und seriöse Arbeit Zeit notwendig, andererseits erwarte der Rat der Finanzminister, der unter deutschem Vorsitz tagen werde, die Stellungnahme der Zentralbankpräsidenten.

Der Vorsitzende dankt nochmals Herrn Delors für sein Kommen, um persönlich dieses wesentliche Dossier vorzulegen, und erklärt, er werde an der nächsten Zusammenkunft des Rats der Finanzminister, am 16. November, den Ministern sagen können, die Zentralbankpräsidenten seien bereit, so bald als möglich die Arbeiten zu diesem Fragenkomplex in Angriff zu nehmen.

VII. Weitere Fragen innerhalb der Zuständigkeit des Ausschusses

- Vorsitz des Ausschusses

Der Vorsitzende weist darauf hin, dass sein Mandat abläuft und dass es im allgemeinen dem abtretenden Vorsitzenden obliegt, einen Vorschlag zu machen; er schlägt vor, ab 1. Januar 1988 für die Dauer eines Jahres Herrn Jean Godeaux, den Gouverneur der Banque Nationale de Belgique, zum Vorsitzenden des Ausschusses zu ernennen. Herr Godeaux ist seit März 1982 Mitglied des Ausschusses, hatte aber nie den Vorsitz inne; mit seiner schweren Aufgabe als Präsident der BIZ hat er grosse Erfahrung erworben und wird nun einen Sitz einnehmen, auf dem seit 1978 kein Vertreter der Banque Nationale de Belgique mehr gesessen ist.

Der Ausschuss billigt den Vorschlag des Vorsitzenden.

VIII. Zeit und Ort der nächsten Sitzung

Die nächste Sitzung des Ausschusses findet am Dienstag, dem 8. Dezember 1987 um 10 Uhr in Basel statt.

KURZBERICHT ÜBER DIE ENTWICKLUNG AUF DEN
DEVISENMÄRKTEN DER LÄNDER DER AN DER KONZERTATION
BETEILIGTEN ZENTRALBANKEN

SEPTEMBER UND OKTOBER 1987

Der nachstehende Bericht gibt einen Überblick über die Entwicklung auf den Devisenmärkten der Länder der an der Konzertation beteiligten Zentralbanken* sowie über deren Interventionen im September, Oktober und während der ersten Novembertage 1987.

I. ENTWICKLUNG DER WECHSELKURSE

Im September und Oktober wies das Geschehen an den Devisenmärkten die folgenden Hauptmerkmale auf:

- Befestigung des Dollars bis Anfang Oktober und nachfolgend ab Monatsmitte starker Kursrückgang der amerikanischen Währung auf einen absoluten Tiefstand;
- stabile Verhältnisse im EWS bis zu den letzten Oktobertagen, als aufgrund von Mutmassungen über eine bevorstehende Leitkursneuordnung erhebliche Spannungen auftraten;
- anhaltend starke Nachfrage nach Pfund Sterling, namentlich im Oktober.

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

Der US-Dollar festigte sich Anfang September nach koordinierten Interventionen und einer Anhebung des Diskontsatzes der Federal Reserve um 1/2 Prozentpunkt auf 6 %. Im folgenden erhielt der Dollar zusätzlichen Auftrieb, als die Siebnergruppe das "Louvre-Abkommen" bekräftigte und sich das Zinsgefälle zu seinen Gunsten veränderte; verglichen mit seinem Stand von Ende August erhöhte sich der Zinsvorsprung zeitweise um 1 1/4 Prozentpunkte. Mitte Oktober nahm der Markt gegenüber dem Dollar wieder eine unfreundliche Haltung ein, als bekannt wurde, dass die Vereinigten Staaten im August erneut ein grosses Handelsdefizit - US-\$ 15,7 Mrd. - verzeichnet hatten. Bei den Marktteilnehmern breitete sich Besorgnis aus, dass die als Teil des "Louvre-Abkommens" festgesetzten Zielvorgaben für den Dollar gesenkt würden oder dass gar die Zusammenarbeit in der Siebnergruppe sich in Auflösung befinde. Die Nachricht über ein Treffen zwischen US-Finanzminister Baker und deutschen Beamten am 19. Oktober und darauf folgende Aktionen der Bundesbank zur Schaffung von inländischer Liquidität liessen den Markt hoffen, dass die Behörden weiter zusammenarbeiteten, um die Wechselkurse auf dem oder nahe dem damaligen Niveau zu halten, insbesondere angesichts von Turbulenzen an den Aktienbörsen. Bald darauf jedoch erschienen in der Presse Berichte über eine immer schrillere öffentliche Debatte darüber, ob ein weiteres Engagement der USA für Wechselkursstabilität ratsam sei. Negativ wirkte sich für den Dollar auch eine kräftige Verengung des günstigen Zinsgefälles aus, als die US-Zinssätze im Gefolge des weltweiten Kurssturzes an den Börsen stärker als die ausländischen zurückgingen. Die Marktteilnehmer bemerkten, dass die US-Behörden und ausländische Zentralbanken mit Dollarkäufen intervenierten; unter den herrschenden Umständen sahen sie darin aber nur das Bemühen, den Rückgang des Dollarkurses zu verlangsamen - nicht, ihn zu stoppen. Infolgedessen sank der Dollar und verzeichnete gegenüber den wichtigsten anderen Währungen in den beiden Berichtsmonaten eine Werteinbusse von 2 1/2 bis 4 3/4 %.

Im EWS kam es vor dem inoffiziellen Treffen der EG-Finanzminister und Zentralbankpräsidenten am 12. September in Nyborg während eines begrenzten Zeitraums zu Spannungen. Diese Spannungen klangen nach dem Treffen ab, und anschliessend herrschte im EWS bis kurz vor Ende Oktober eine entspannte Atmosphäre. Dann aber traten aufgrund von Kapitalbewegungen aus dem Dollar in die D-Mark erhebliche Spannungen im System auf. Die D-Mark und der holländische Gulden befestigten sich gegenüber allen anderen EWS-Währungen, vor allem aber gegenüber dem französischen Franc, der Ende Oktober trotz

umfangreicher Interventionen stark zurückfiel, nachdem er vorher während nahezu des gesamten Zeitraums die oberste Position im Währungsband innegehabt hatte.

Im September schwächte sich die D-Mark gegenüber den meisten Währungen (einschl. aller EWS-Partnerwährungen) ab. Diese Entwicklung war besonders ausgeprägt nach dem Treffen in Nyborg. Offensichtlich hatten einige Marktteilnehmer damit gerechnet, dass bei dieser Gelegenheit ein Realignment beschlossen werde, nach dessen Ausbleiben sie aus der D-Mark in die anderen EWS-Währungen gingen. Im Oktober kam es umgekehrt zu einer starken Befestigung der D-Mark, wobei sich diese Entwicklung insbesondere während der letzten Tage ergab, als der Dollar unter verstärkten Abgabedruck geriet. Die Bundesbank begegnete dieser Entwicklung mit Dollarkäufen sowie einer leichteren Geldmarktpolitik.

Der französische Franc machte eine besonders wechselhafte Entwicklung durch. Im ersten Septemberdrittel kam es zu gelegentlichen Interventionsverkäufen, dann jedoch festigte sich der Franc deutlich. Dieser günstige Trend hielt bis zur letzten Oktoberwoche an, ohne durch die Schwäche des Finanzmarktes (Futures-Markt und Börse) beeinträchtigt zu werden. In den letzten drei Oktobertagen kam der Franc jedoch im Zusammenhang mit Gerüchten über eine Leitkursanpassung im EWS unter starken Druck. Die Banque de France intervenierte mit umfangreichen Verkäufen, liess jedoch den Franc im gemeinschaftlichen Kursband rasch abgleiten; gegenüber der D-Mark wurde eine Kurseinbusse von 1,5 % innerhalb von 48 Stunden verzeichnet. Gleichzeitig lagen die Eurofranc-Sätze rund 2 Prozentpunkte über den inländischen Zinssätzen.

Der belgische Franc war zwar zu Anfang der Berichtsperiode noch sehr stabil, die politische Krise und die Demission der Regierung sowie der Sturz des US-Dollars schwächten jedoch seine Position im EWS. Infolgedessen hob die Banque Nationale de Belgique die amtlichen Zinssätze um 0,25 bis 0,50 % an und intervenierte danach mit DM-Verkäufen.

Der holländische Gulden gewann per saldo im EWS-Band an Boden und erreichte gegen Ende Oktober die oberste Position. Das Gefälle der kurzfristigen Zinssätze gegenüber der D-Mark nahm geringfügig ab. Dank der relativen Festigkeit des Guldens konnte die Nederlandsche Bank in begrenztem Umfang Devisen kaufen.

Die dänische Krone blieb bis Anfang Oktober die schwächste Währung im EWS-Band. In den folgenden Wochen festigte sie sich etwas, am Monatsende

verzeichnete sie jedoch, wie die meisten EWS-Währungen, beträchtliche Einbussen gegenüber der D-Mark und dem holländischen Gulden.

Das irische Pfund verharrte im September und in der ersten Oktoberhälfte relativ stabil im oberen Teil des EWS-Bandes. Kapitalzuflüsse führten dazu, dass die Central Bank of Ireland netto Devisen kaufte. Gegen Ende Oktober schwächte sich das irische Pfund jedoch infolge von Kapitalabflüssen und wachsenden Spannungen im System ab, und die Central Bank of Ireland intervenierte mit beträchtlichen Devisenverkäufen.

In den ersten beiden Septemberwochen verstärkte sich der spekulative Druck auf die italienische Lira, der schon im August begonnen hatte. Am 13. September führten die Währungsbehörden vorübergehende Kredit- und Devisenkontrollen ein, um die Zunahme der inländischen Kreditmenge und kurzfristige Kapitalabflüsse in Form von "leads and lags" zu begrenzen. Überdies machte die Banca d'Italia vom ECU-Mobilisierungsmechanismus Gebrauch. Von da an wurden beträchtliche Kapitalrückflüsse verzeichnet, und die Banca d'Italia intervenierte mit Käufen, vor allem von D-Mark. Die Rückflüsse hielten im Oktober an, so dass die Banca d'Italia ihre Reserven wieder auf den Stand vom Juli aufstocken und die ECU-Mobilisierungstransaktionen auflösen konnte. In der letzten Oktoberwoche begegnete sie den Spannungen im EWS, indem sie eine vermehrte Nutzung der Fluktuationssmarge zuließ. Die Positionsverschiebung der Lira wurde von beschränkten, glättenden Interventionsverkäufen von D-Mark begleitet.

Das Pfund Sterling notierte im September im allgemeinen fest, erlitt jedoch am 24. September nach Bekanntwerden der Handelsbilanzzahlen für August, die schlechter als erwartet ausfielen, einen starken Rückschlag. Es machte jedoch bald den verlorenen Boden wieder gut und wurde in der Folge im Sog des vorübergehend starken Dollars nach oben getragen, was kräftige Interventionen auslöste. Der Aufwertungsdruck hielt auch im Oktober die meiste Zeit an, wobei das Pfund am 23. d.M. nach Veröffentlichung der über Erwarteten günstigeren Handelsbilanzzahlen für September stark im Kurs stieg. Die Rücknahme der Basiszinssätze in Grossbritannien auf 9 1/2 % hatte eine etwas leichtere Notierung zur Folge. Als dann jedoch Kapital aus dem Dollarbereich abfloss, entstand eine starke Nachfrage nach Sterling, so dass das Pfund am Ende des Berichtszeitraums fest notierte. Der Index des gewogenen Aussenwerts des Pfundes erhöhte sich über den gesamten Zweimonatszeitraum gesehen um 3 auf 74,6 % (1975 = 100).

Die griechische Drachme wertete sich gegenüber dem US-Dollar um 1,9 % auf und gegenüber der ECU um 1,9 % ab. Ihr gewogener Aussenwert sank um 1,5 %.

Die steigende Tendenz der spanischen Peseta hielt während eines Grossteils des Berichtszeitraums an. Ihren höchsten Wertzuwachs gegenüber den EG-Währungen erreichte sie am 26. Oktober, als der Index der Banco de España um 3,7 % über seinem Stand von Ende August lag. Der Rückgang der Zinssätze um 2,5 % in der zweiten Oktoberhälfte bewirkte jedoch eine Veränderung der Erwartungen am Devisenmarkt. Es erfolgten eine starke Zunahme der Terminnachfrage nach Devisen und beträchtliche Kassadevisenkäufe der Geschäftsbanken bei der Banco de España. Diese Entwicklungen waren in der Zeit vom 27. bis zum 29. Oktober besonders offenkundig, als die Peseta sowohl gegenüber den EG-Währungen als auch gegenüber dem US-Dollar Kurseinbussen erlitt. Über den ganzen Berichtszeitraum hinweg legte die Peseta gemessen an ihrem gewogenen nominalen Aussenwert gegenüber den EG-Währungen 1,4 % und gegenüber dem US-Dollar 5,3 % zu.

Der gewogene Aussenwert des portugiesischen Escudo ging in den beiden Berichtsmonaten um 1,1 % zurück. Gegenüber der ECU wertete sich der Escudo um 1,5 % ab, gegenüber dem US-Dollar um 2,3 % auf. Seit dem 1. Oktober werden die amtlichen Kurse an einer Sitzung festgelegt, an der die Zentralbank und die Geschäftsbanken beteiligt sind, anstatt durch einen administrativen Beschluss der Banco de Portugal.

Der Schweizer Franken machte gegenüber dem US-Dollar die gleichen Schwankungen durch wie die anderen Währungen. Gegenüber den EWS-Währungen schwächte er sich bis Anfang Oktober geringfügig ab, dann jedoch, infolge der Kapitalrückzüge aus dem Dollar, festigte er sich wieder. Der gewogene Aussenwert des Frankens stieg um rund 2 %.

Der österreichische Schilling schwächte sich im September gegenüber dem US-Dollar um 1,4 % ab, konnte sich hingegen im Oktober um 5,4 % festigen. Die Monatsamplituden betragen im September 2,7 % und im Oktober 6,1 %. Gegenüber der D-Mark schwankte der Schilling in beiden Monaten lediglich um 0,09 %. Bedingt durch den Monatsultimo Oktober sowie unterstützt durch Spannungen im EWS und Gerüchte über ein Realignment entstand ein Kurssicherungsbedarf, der gegen Ende der Berichtsperiode zu Verkäufen von D-Mark gegen Schilling führte.

Die norwegische Krone blieb während fast des ganzen Berichtszeitraums stabil; die Norges Bank kaufte weiterhin in mässigen Beträgen Devisen am

Markt. Als der Kurssturz des US-Dollars begann, erlitt auch die norwegische Krone in der letzten Oktoberwoche einen Schwächeanfall. Ihr gewogener Aussenwert sank um $2 \frac{1}{4} \%$. Ausländische Anleger zogen sich von der Aktienbörse zurück, und wichtige Teilnehmer am Devisenmarkt reagierten negativ auf Aussichten stärkerer Preis- und Lohnerhöhungen.

Die schwedische Krone schwächte sich im Berichtszeitraum ab, und der Währungsindex erreichte erstmals seit Januar die Richtmarke 132.00. Ein Hauptgrund für die Schwäche der schwedischen Krone ist ein geringeres Zinsgefälle gegenüber den wichtigsten Fremdwährungen.

Die Finnmark festigte sich im September im gewogenen Durchschnitt um $0,8 \%$, obschon die Zentralbank mit einigen Devisenkäufen intervenierte. Gegen Ende Oktober kehrte sich die Tendenz um; die Finnmark büsste 1% ein, obwohl sich die Differenz zwischen den inländischen und den ausländischen Zinssätzen vergrösserte.

Der kanadische Dollar festigte sich im September und Oktober gegenüber dem US-Dollar etwas und wies am 30. Oktober einen Schlusskurs von US-\$ $0,7602$ auf. Die kontinuierliche Aufwärtsbewegung des kanadischen Dollars während nahezu des gesamten Berichtszeitraums geschah vor dem Hintergrund des Anfang Oktober bekanntgegebenen Handelsabkommens mit den USA und des für die kanadische Währung günstigen Zinsgefälles im kurzfristigen Bereich zwischen Kanada und den USA. Die jüngsten Turbulenzen an den ausländischen Finanzmärkten zog dann Ende Oktober eine leichte Abwärtsbewegung des kanadischen Dollars nach sich.

Der japanische Yen büsste im September gegenüber dem US-Dollar $2,7 \%$ ein; ursächlich dafür waren hauptsächlich Meldungen wie der starke Rückgang des japanischen Handelsbilanzüberschusses im August und die Bekräftigung des "Louvre-Abkommens" auf dem Treffen der Siebnergruppe in Washington. Im Oktober zog der Yen um $5,6 \%$ an und erreichte gegen Ende des Monats ein Rekordhoch (auf Basis Schlusskurs Tokio) von $137,55$ Yen gegen 1 US-\$. Hinter dem kräftigen Wertgewinn der Währung stand der Trend der Kapitalmarkttransaktionen in diesem Monat: verminderte Anlagen in amerikanischen Aktien und Obligationen durch japanische institutionelle Anleger und eine bescheidene Zunahme der Käufe von Yen-Obligationen durch ausländische Anleger. Gegenüber den wichtigen europäischen Währungen schwächte sich der Yen in den beiden Berichtsmonaten geringfügig ab; gegenüber der ECU büsste er $1,5 \%$ ein.

II. INTERVENTIONEN

A. Interventionen in US-Dollar

Die Dollarkäufe beliefen sich im September und Oktober auf US-\$ 18,9 Mrd. gegenüber US-\$ 2,7 Mrd. im Juli und August. Der Nettoerwerb ergab sich aus Bruttokäufen von US-\$ 23,4 Mrd. und Bruttoverkäufen von US-\$ 4,5 Mrd. Grössere Käufe tätigten die Bank of England, die Banco de España und die Bank of Japan, grössere Dollarabgaben die Banco de España.

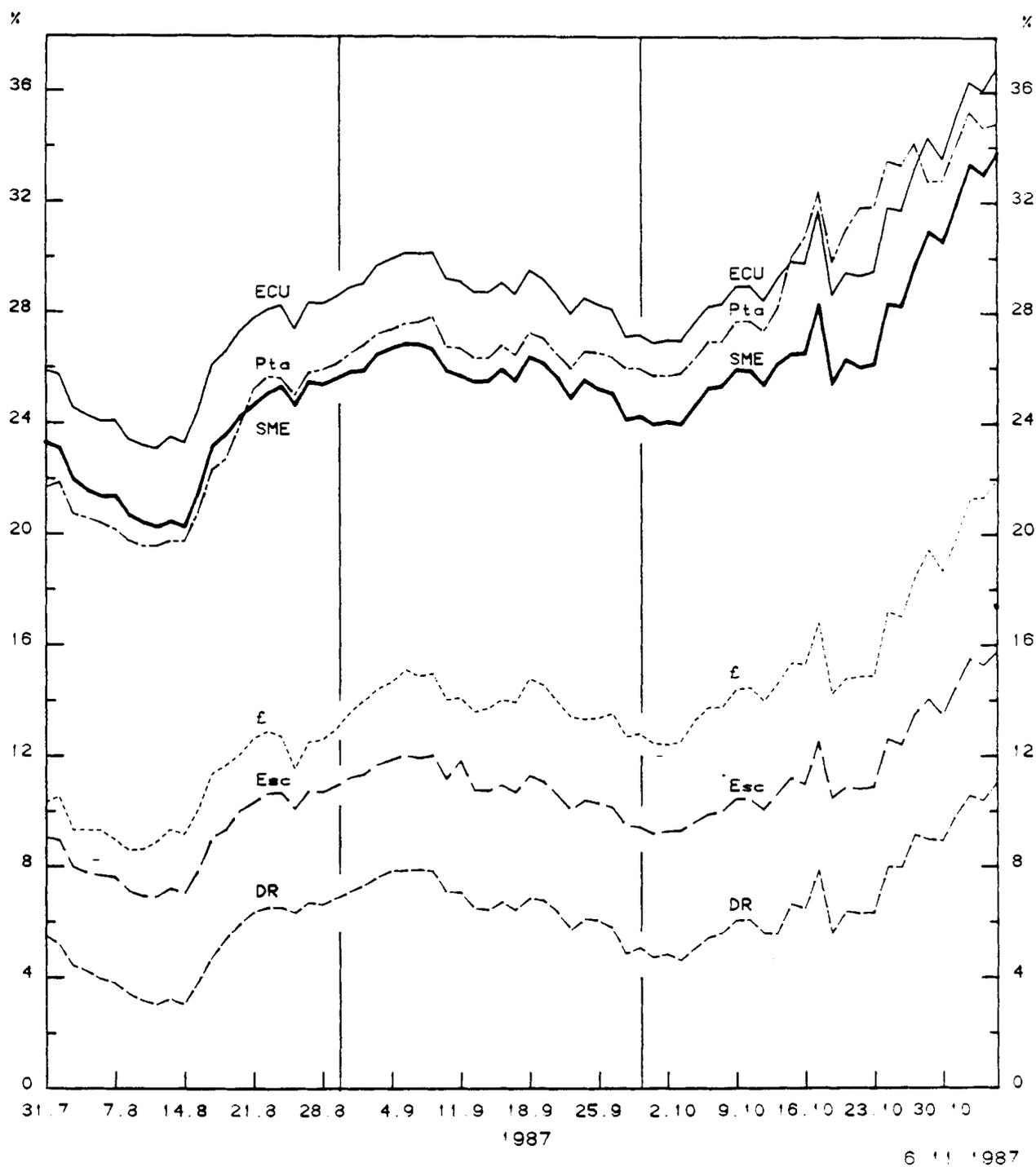
B. Interventionen in Gemeinschaftswährungen

Die Interventionen in Gemeinschaftswährungen bestanden hauptsächlich aus intramarginalen Käufen und Verkäufen von D-Mark. Die Verkäufe beliefen sich umgerechnet auf US-\$ 14,0 Mrd. und wurden hauptsächlich von der Banque de France und der Banca d'Italia getätigt. Die Käufe betragen umgerechnet US-\$ 10,5 Mrd. und waren im wesentlichen solche der Banca d'Italia, der Bank of England und der Banque de France.

III. DIE ERSTEN NOVEMBERTAGE

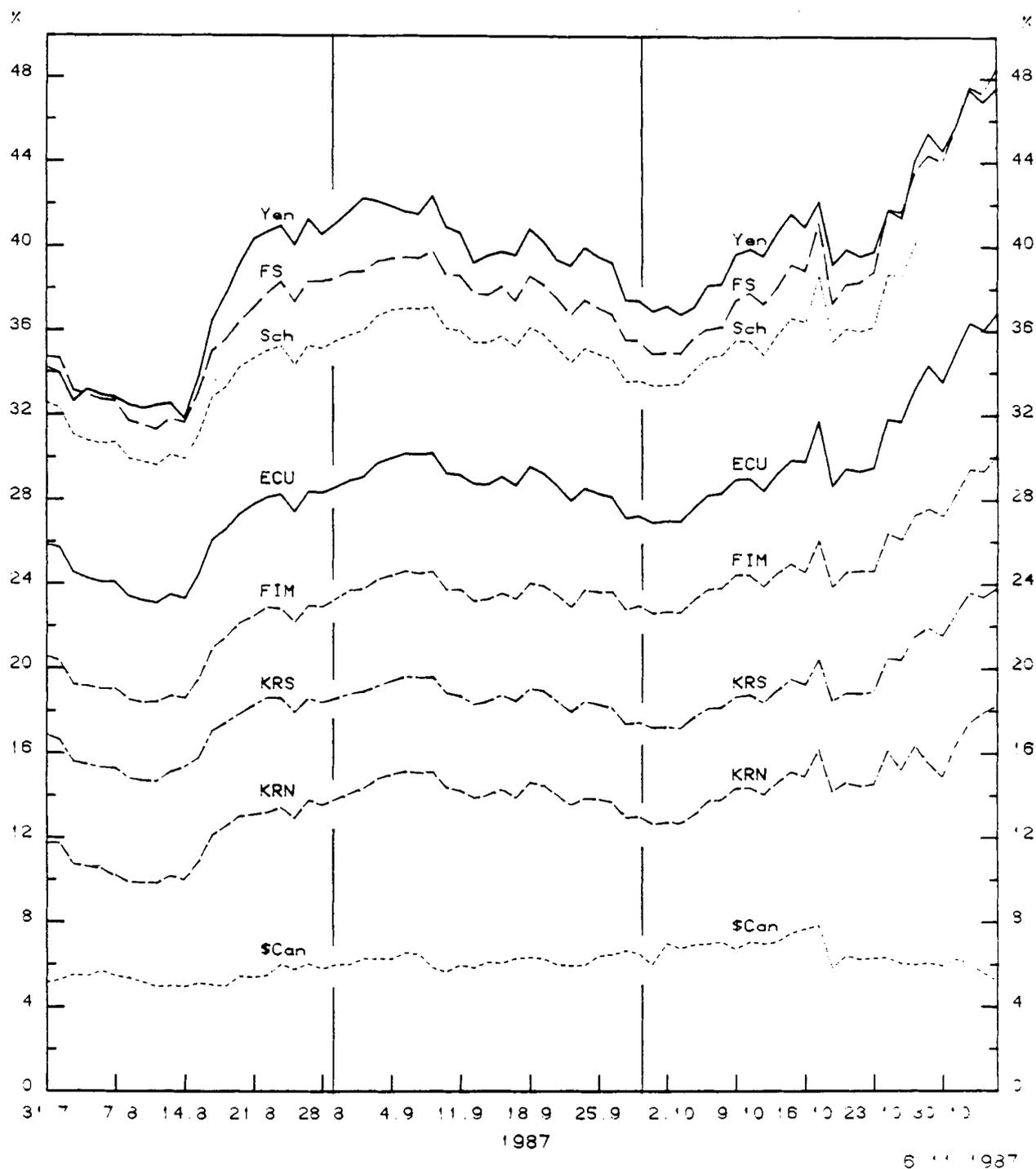
Der US-Dollar schwächte sich weiter im Kurs ab und sank gegenüber den meisten Währungen auf neue Tiefstände. Die Nederlandsche Bank gab am 3. November eine Senkung der amtlichen Sätze um 1/4 Prozentpunkt bekannt, und darauf folgte am 4. November eine Rücknahme der Basiszinssätze in Grossbritannien um 1/2 Prozentpunkt. Im EWS verstärkten sich die Spannungen weiter. Der französische Franc fiel auf die letzte Position im engen Währungsband zurück, bevor dann am 5. November koordinierte Zinsänderungen in Deutschland und Frankreich bekanntgegeben wurden. In Deutschland wurde der Lombardsatz um 1/2 Prozentpunkt zurückgenommen und ein Tender für Wertpapierpensionsgeschäfte zu einem festen Satz von 3,50 % (gegenüber zuletzt 3,80 %) angekündigt. Gleichzeitig wurden die amtlichen Zinssätze in Frankreich um 3/4 Prozentpunkte erhöht. In der Schweiz wurden die amtlichen Zinssätze mit Wirkung vom 6. November 1987 um 1/2 Prozentpunkt zurückgenommen.

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 *



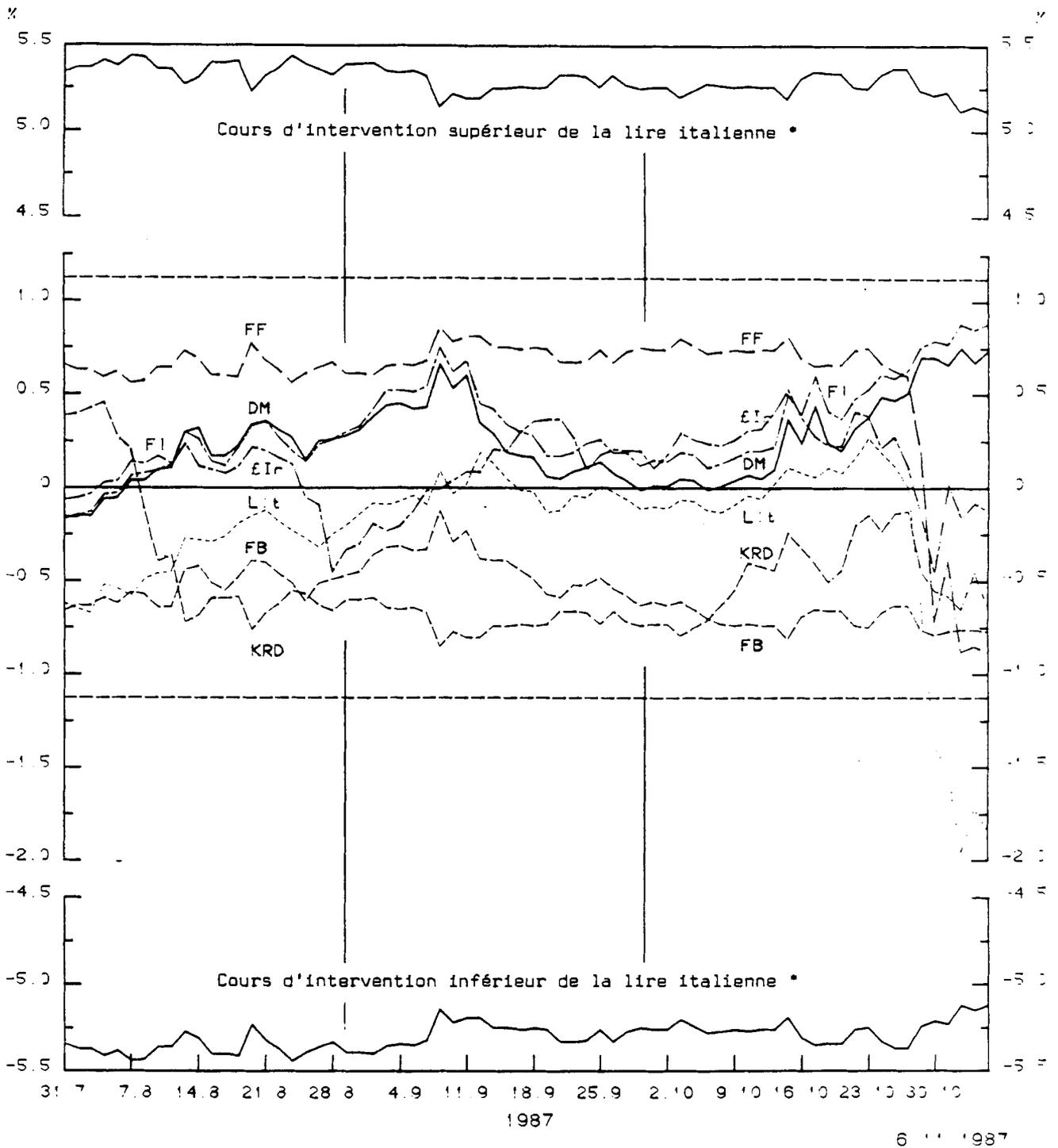
* Voir page suivante.

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 *



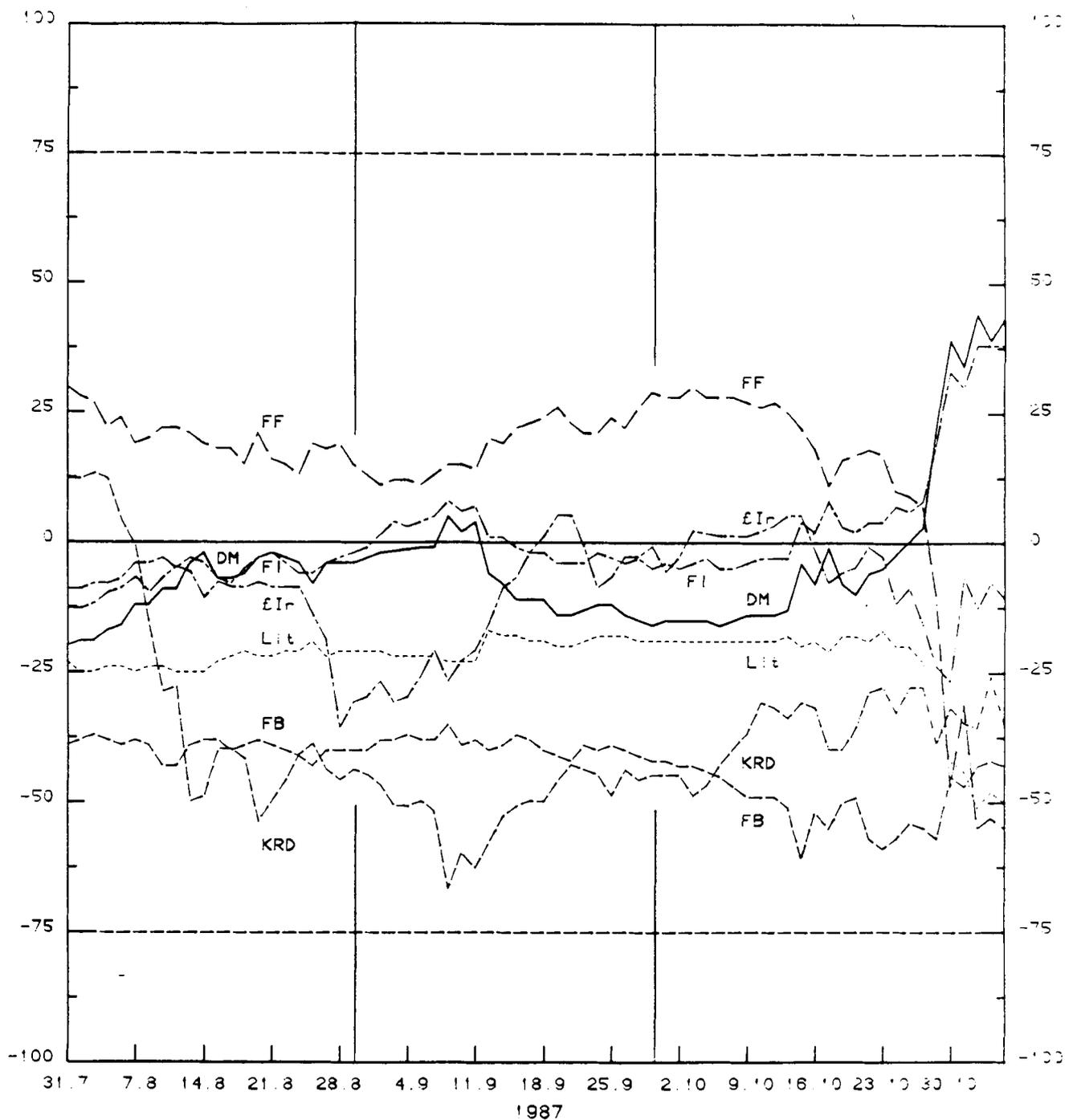
* ECU 1,12622; £ 0,6930; OR 147,7599; PTA 153,7503; ESC 158,4995;
FIM 5,4225; \$Can 1,3975; FS 2,0725; Yen 200,7001; KRS 7,5650;
KRN 7,5850; Sch 17,2901; cours médian des monnaies participant au SME
1,11003. Le cours médian des monnaies participant au SME représente la
moyenne journalière des cours des 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



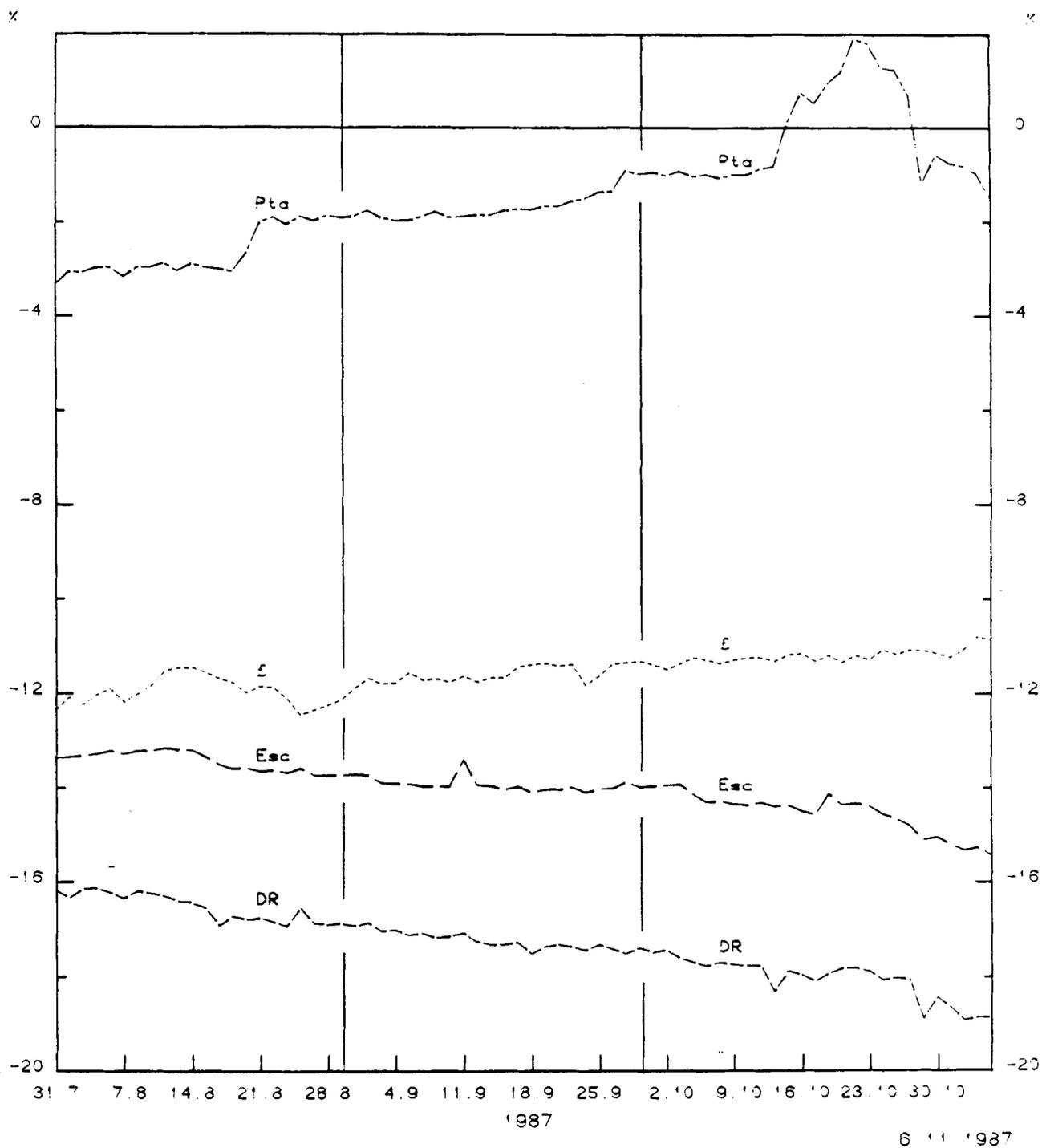
* Les cours d'interventions supérieur et inférieur de la lire italienne représentent l'écart maximal théorique par rapport à la monnaie la plus faible respectivement la plus forte dans la bande de fluctuation étroite de 2,25%.

EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE •



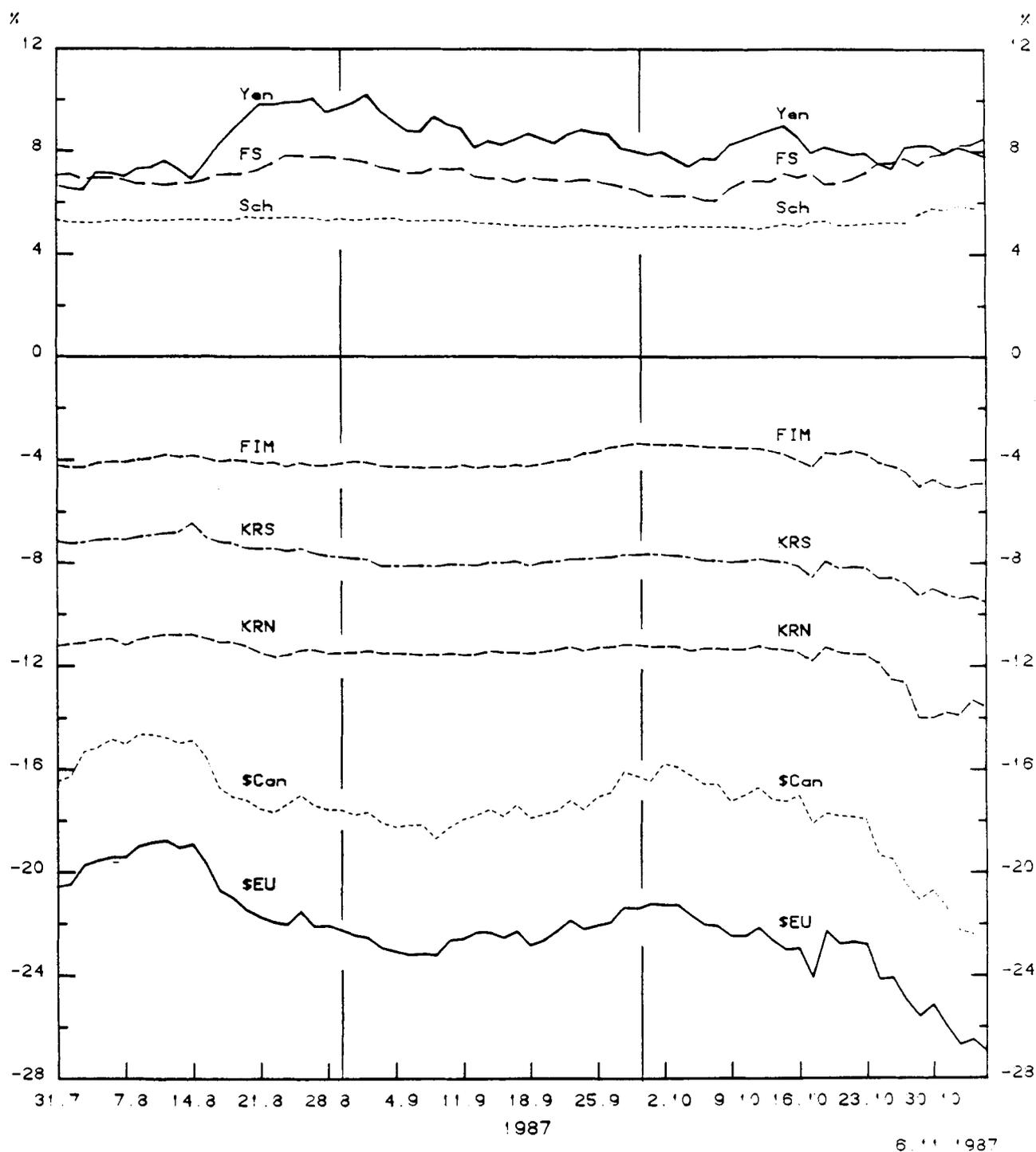
• L'indicateur de divergence a pour but de mesurer, sur une base comparable pour toutes les monnaies participant au mécanisme de change européen, la position d'une monnaie vis-à-vis de son cours-pivot ECU. L'écart maximal de divergence est le pourcentage maximal par lequel le cours de marché de l'ECU dans chaque monnaie peut s'apprécier ou se déprécier par rapport à son cours-pivot ECU; il est exprimé par ± 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, 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'ESCUDO 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; FIM 4,81479.

MANDATE

At its meeting on 10th November 1987 the Committee of Governors of the Central Banks of the EEC Member States invited Mr. Dalgaard to chair a group of experts which should study the implications of the Commission's latest proposals concerning the full liberalisation of capital movements for:

- the functioning and the cohesion of the EMS;
- management of monetary policies and their co-ordination.

Given the interdisciplinary nature of this work, the group should consist of specialists in both foreign exchange market policies and domestic monetary policies.