

PROTOKOLL<sup>\*</sup>  
DER 223. SITZUNG DES AUSSCHUSSES DER PRÄSIDENTEN  
DER ZENTRALBANKEN DER MITGLIEDSTAATEN  
DER EUROPÄISCHEN WIRTSCHAFTSGEMEINSCHAFT  
BASEL, DIENSTAG, 8. MÄRZ 1988, 10 UHR

---

Anwesend sind: der Gouverneur der Banque Nationale de Belgique und Ausschussvorsitzende, Herr Godeaux, begleitet von den Herren Janson, Rey und Michielsen; 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 Herrn 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 Gouverneur der Banca d'Italia, Herr Ciampi, begleitet von den Herren Dini, Maserà und Saccomanni; 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 Pego Marques; 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, Mingasson und Dixon; der Generaldirektor des Luxemburgischen Währungs-instituts, Herr Jaans. Zugegen ist ferner Herr Dalgaard, Vorsitzender der

---

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

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.

I. Billigung des Protokolls der 222. Sitzung

Der Ausschuss billigt einstimmig das Protokoll der 222. Sitzung, wobei jedoch noch die vorgeschlagenen Änderungen redaktioneller Art in den endgültigen Text aufzunehmen sind.

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

A. Referat von Herrn Dalgaard

Der Zeitraum Februar/Anfang März zeichnete sich durch eine bemerkenswerte Ruhe an den Devisenmärkten aus: Der Dollar und der Yen waren stabil, und im EWS kam es zu keinerlei Spannung. Alles in allem waren die Schwankungen sowohl der Wechselkurse als auch der Zinssätze gering, ebenso die Interventionen. Es gibt jedoch einen kleinen Unterschied: Während im Januar die meisten Länder mit eher schwachen Währungen ihre Zinssätze senken und Devisen kaufen konnten, war dies im Februar viel weniger der Fall.

Die Stabilität des Dollars hing offenbar mit der Verbesserung der amerikanischen Handelsbilanz und mit dem Eindruck zusammen, dass die amerikanischen Behörden den Dollar als genügend schwach ansehen. Diese Stabilität wurde ohne bedeutende Stützungsinterventionen erzielt: Die Dollarkäufe beliefen sich im Februar auf netto rund 2 Mrd., gegenüber 7,5 Mrd. im Januar und einem Monatsdurchschnitt von 10 Mrd. im Dezember, November und Oktober 1987. Es besteht jedoch keinerlei Gewähr dafür, dass die derzeitige Situation noch lange andauern wird. Die amerikanische Handelsbilanz ist nämlich dank vorwiegend saisonaler Ursachen besser geworden, und sie könnte sich wieder verschlechtern; überdies ist eine Verschärfung bei der Geldpolitik unwahrscheinlich und bei der Haushaltspolitik so gut wie ausgeschlossen.

Im EWS waren die Veränderungen bei den Währungen sehr begrenzt. Der belgische Franc hat sich etwas gefestigt, was eine Senkung der Zinssätze und den Kauf von Devisen ermöglichte. Der französische Franc gab gegenüber der D-Mark leicht nach, aber es handelt sich um eine sehr bescheidene Veränderung angesichts der wachsenden Internationalisierung der französischen Währung und der daraus sich ergebenden Zunahme des Kapitalverkehrs. Eine solche Zunahme wird im übrigen in den meisten EWS-Ländern beobachtet, und es ist sehr befriedigend, dass man ihr mit geringen Veränderungen der Währungen im Kursband und der Zinssätze und mit mässigen Interventionen begegnen konnte.

Ausserhalb des Wechselkursmechanismus kam das Pfund Sterling unter starken Aufwertungsdruck. Im Jahre 1987 wurde sein Kurs während mehrerer Monate nur mit beträchtlichen Interventionen in einer engen Bandbreite, gerade unter 3 DM, gehalten. Nach einer gewissen Abschwächung im Dezember/Januar stieg der Kurs im Februar wieder an, und zwar trotz eines Nachgebens der langfristigen Zinssätze, der Senkung der Ölpreise und einer nicht besonders guten Handelsbilanz. Da sich die britische Wirtschaft jedoch in kräftigem Wachstum befindet und die Situation der öffentlichen Finanzen ausgezeichnet ist, sind Pfund-Sterling-Anlagen attraktiv und risikolos, denn der Markt ist der Auffassung, dass jeder Rückgang des Wechselkurses durch eine Erhöhung der Zinssätze wettgemacht werden wird. Anfang März konnte der Kurs von 3 DM nur noch mit kräftigen Interventionen - im wesentlichen in Gemeinschaftswährungen, D-Mark, französischen Francs und ECU - gehalten werden.

Die spanische Peseta notierte Anfang Februar fest, und es wurden umfangreiche Interventionen getätigt. Ab 10. Februar führte die Verschärfung der den Banken angebotenen Swapregelung zu einem deutlichen Kursrückgang und zur Einstellung der Interventionen.

#### B. Referat von Herrn Janson

Die Stellvertreter analysierten die folgenden Aspekte:

- das Verhalten des Dollars in den letzten Wochen und die Aussichten für die Entwicklung in den kommenden Monaten;
- die besonderen Entwicklungen bestimmter europäischer Währungen innerhalb oder ausserhalb des EWS-Wechselkursmechanismus.

Die Stellvertreter stellten ihre Analyse in einen weiteren Rahmen, mit Berücksichtigung nicht nur der Entwicklung an den Devisenmärkten, sondern

auch der makroökonomischen Entwicklungen (in den Unterlagen des Sekretariats zusammengefasst) und der Aussichten für die nächste Zukunft.

Die Stellvertreter begrüßten die Stabilität, die der Dollar in den letzten Wochen bewiesen hat. Diese Stabilität zeigte sich nicht nur in den sehr bescheidenen Schwankungen des Dollarkurses, sondern auch in einem stark verminderten Volumen der Interventionen zugunsten des Dollars (woraus man schliessen könnte, dass die Finanzierung der US-Leistungsbilanz in den letzten Wochen durch spontane Kapitalbewegungen erfolgte). Es scheint, dass für die gute Haltung des Dollars sowohl Eckfaktoren als auch technische Faktoren ursächlich sind. Die Situation bleibt jedoch labil. Der Anpassungsprozess bei den Leistungsbilanzungleichgewichten kann nur ein sehr langsamer sein (angesichts des Umfangs dieser Ungleichgewichte), und da die Handelsbilanz der USA in hohem Grad saisonabhängig ist, kann man nicht ausschliessen, dass ihre Ergebnisse in den nächsten Monaten nominal weniger günstig sind. Dies könnte sich auf das Kursverhalten des Dollars auswirken, und die Behörden könnten sich vor die Wahl gestellt sehen, entweder dem Abwertungsdruck nachzugeben oder den Dollar mit Interventionen und/oder einer Anpassung der Geldpolitik zu stützen. Umgekehrt könnte auch eine Aufwertungstendenz Probleme schaffen. Der deutsche Stellvertreter wies diesbezüglich darauf hin, dass in diesem Fall der rückläufige Trend der Rendite langfristiger Titel in Deutschland zum Stillstand kommen oder sich eventuell sogar umkehren könnte. Es würde sich um eine ähnliche Situation handeln, wie sie 1987 beobachtet wurde.

Innerhalb des EWS verzeichnete der belgische Franc einen recht bedeutenden Leistungsbilanzüberschuss und Kapitalzuflüsse im Zusammenhang mit den Ereignissen rund um die "Société Générale de Belgique" und dem Kursanstieg der Aktien an der Brüsseler Börse. Diese Zuflüsse wurden jedoch weitgehend wieder ausgeglichen durch Kapitalausfahrten belgischer Gebietsansässiger, die in hochverzinslichen ausländischen Obligationen anlegen wollten. Der Ertrag der von der Banque Nationale de Belgique vorgenommenen Interventionen führt nicht zu einer Erhöhung der Devisenreserven, sondern wird vom Schatzamt zum Schuldenabbau gegenüber dem Ausland verwendet.

Die starke Position des holländischen Guldens erklärt sich durch ein Zusammenspiel struktureller und momentaner Faktoren. Zu den letzteren zählen die Erwartungen einer erneuten Senkung der niederländischen Leitzinsen. Diese Erwartungen werden durch die Häufigkeit der in den letzten Monaten beschlossenen Senkungen geschürt; eine abermalige Senkung der Zinssätze

brächte jedoch die Gefahr mit sich, dass das Zinsniveau in den Niederlanden zu niedrig und später eine Korrektur in umgekehrtem Sinne notwendig würde.

Der Aufwertungsdruck auf das Pfund Sterling stellt die britischen Behörden vor ernstliche Probleme. Die steigende Tendenz der inländischen Kosten, das stetige Wachstum der Inlandnachfrage, die Gefahr einer Überhitzung der Wirtschaft und die Aussichten auf ein bedeutendes Defizit der Leistungsbilanz sprechen für die Beibehaltung des derzeitigen hohen Standes der Zinssätze oder gar für deren Erhöhung. Sollte das Pfund Sterling infolge der Kapitalzuflüsse weiterhin zum Anziehen neigen, so stünden die Behörden vor der Wahl, entweder einen Wertzuwachs des Pfundes über den Kurs von 3 DM hinaus zu gestatten, was sie am Montag getan haben, oder ihre diversifizierten Interventionen in ECU und einigen EWS-Währungen fortzusetzen oder diese beiden Vorgehensweisen mehr oder weniger zu kombinieren. Der britische Stellvertreter wies dazu darauf hin, dass die Bank of England dafür besorgt sein würde, dass diese Interventionen in enger Zusammenarbeit mit den die betreffenden Währungen emittierenden Zentralbanken und unter Rücksichtnahme auf den Währungszusammenhalt im EWS erfolgten.

Die Stellvertreter vermerkten ferner, dass die Banco de España seit nahezu einem Monat nicht mehr intervenierte. Diese Entwicklung spiegelt einerseits den Rückgang der Zinssätze in Spanien wider, andererseits die neue Wechselkurspolitik der spanischen Zentralbank (die nicht mehr ständig am Markt präsent ist) und die Wirkung der für die Kassaposition in Fremdwährungen der spanischen Banken festgelegten Begrenzungen.

Abschliessend heben die Stellvertreter hervor, wie wichtig es ist, sich nicht auf eine Analyse der Entwicklungen an den Devisenmärkten zu beschränken, sondern auch die Gegebenheiten der Realwirtschaft und die Auswirkungen zu berücksichtigen, die sie auf das Verhalten der Devisen- und Finanzmärkte haben können. Sie sind der Ansicht, dass ein solcher Ansatz dem Ziel entspricht, das für das verstärkte Überwachungsverfahren festgelegt wurde, nämlich die Risiken aufzuspüren, die den Zusammenhalt des EWS gefährden können.

### C. Diskussion des Ausschusses

Herr Leigh-Pemberton erklärt, dass nach fast einem Jahr, in dem der Wechselkurs des Pfund Sterling unter 3 DM gehalten werden konnte, in den ersten Märztagen der Aufwertungsdruck so gross wurde, dass dies nicht mehr möglich war, sondern diese Schwelle überschritten wurde. Die

Wechselkurspolitik bleibe dennoch grundsätzlich die gleiche, das heisst, sie sei auf die Stabilität des Wechselkurses ausgerichtet, solange dies im Rahmen der Währungspolitik möglich sei. Diese Wechselkurspolitik sei 1987 formuliert worden, wobei von Zeit zu Zeit Anpassungen des Wechselkurses des Pfundes hingenommen worden seien. Das Bestreben sei, zu vermeiden, dass das Pfund sich zu stark aufwertet, aber auch, dass es sich zu stark abwertet und dadurch die "Akkommodierung" des Anstiegs der inländischen Kosten verhindert. Am Montag, dem 7. März, habe die Bank of England noch mit recht hohen Beträgen in D-Mark, französischen Francs und ECU intervenieren müssen, und sie sei ihren Partnerzentralbanken dankbar für deren Verständnis und Kooperation insbesondere während der letzten Wochen. Sie verstehe die Probleme, die derartige Interventionen schaffen könnten, und eben deshalb wurden diese so durchgeführt, dass eine Erschütterung des Paritätengitters im EWS möglichst vermieden wurde. Die Interventionen in ECU hätten erneut zu Schwierigkeiten geführt. Das Schatzamt wollte vermehrt dieses Interventionsmittel einsetzen, da es der Meinung war, dass eine solche Aktion mehr Gemeinschaftscharakter habe und zudem einige Schwierigkeiten umgehe, die im Zusammenhang mit Interventionen in einzelnen Währungen aufträten. Die Zusammensetzung der ECU sei jedoch so beschaffen, dass man beim Kauf von ECU zwangsläufig für mehr als 40 % starke Währungen und für die restlichen Prozent schwache Währungen erwirbt. Dadurch wird zumindest die Verwendung der ECU als nützliches Interventionsmittel im EWS fraglich.

Herr de Larosière dankt Herrn Leigh-Pemberton dafür, dass er alles getan habe, damit die Interventionen der Bank of England ausgewogen durchgeführt wurden und nicht die relativen Positionen der die enge Bandbreite einhaltenden Währungen gefährdeten, sowie für die in den letzten Tagen gezeigte Kooperationsbereitschaft. Aber das Problem liege nicht nur dort. Die Tatsache, dass Grossbritannien mit Käufen von Währungen wie der D-Mark, dem französischen Franc und den die ECU zusammensetzenden Währungen interveniert, stelle ein grundsätzliches Problem für die Beziehungen zwischen den europäischen Ländern und für das Verhalten in einem anfälligen internationalen Währungssystem. Es herrsche Übereinstimmung darüber, dass alles getan werden sollte, um den Dollar zu stabilisieren, doch dürfe man nicht übersehen, dass das Gleichgewicht äusserst prekär sei: Der Fehlbetrag der amerikanischen Leistungsbilanz sei beträchtlich und werde noch lange fortbestehen, die einsetzende wirtschaftliche Anpassung in den USA sei noch bescheiden und drohe bei der allmonatlichen Veröffentlichung der

Handelsbilanzdaten nicht immer überzeugend zu sein. Wenn in einer solchen sehr instabilen Gleichgewichtssituation die Zentralbank eines grossen Landes in bedeutendem Umfang nichtamerikanische Währungen, namentlich EG-Währungen, kaufe, bedeute dies eine zusätzliche Gefahr der Schwächung des Dollars (dieser habe im übrigen am Montag, dem 7. März, etwas nachgegeben). Man könne sich deshalb fragen, ob es vernünftig sei, das Risiko einer Erschütterung des gesamten internationalen Währungssystems einzugehen, indem man selektive Käufe von bereits starken Währungen tätigt, wenn die Währung des Landes ein bestimmtes oberes Kursniveau tatsächlich oder vermeintlicherweise erreicht. In diesem Zusammenhang könne man nur begrüssen, dass Grossbritannien die Kursobergrenze von 3 DM aufgegeben habe, doch die Wechselkursbewegungen, die sich im Gefolge dieser Aktion an den Devisenmärkten abzeichnen, seien besorgniserregend.

Herr Pöhl erklärt, dass eben heute am 8. März die D-Mark im Kurs nach oben gedrückt werde; wenn Herr Leigh-Pemberton der Auffassung sei, dass das Pfund Sterling zu kräftig sei, warum kaufe er dann - indirekt über die ECU - europäische Währungen und keine Dollars, was in etwa dieselbe Wirkung hätte.

Herr Leigh-Pemberton antwortet darauf, dass eine direkte Intervention in D-Mark grössere Wirkung auf die Pfund/DM-Kursrelation habe als der Kauf von Dollars. Es sei richtig, wie Herr de Larosière ausgeführt habe, dass das weltweite monetäre Gleichgewicht brüchig sei, doch dürfe man nicht vergessen, dass die Bank of England 1987 Dollarkäufe in Höhe von fast 25 Mrd. vorgenommen habe. Im Januar 1988 seien dann, wie bereits gesagt wurde, die britischen Behörden zu der Auffassung gelangt, dass eine Reservendiversifizierung zur Beeinflussung der Pfund/DM-Wechselkursrelation und auch aufgrund der enormen Dollarakkumulierung wünschenswert sei. Um diese Haltung zu verstehen, müsse man bedenken, dass Grossbritannien bereits einen bedeutenden Beitrag zur Stabilisierung des internationalen Währungssystems geleistet hatte.

Herr Pöhl bemerkt, die Bank of England habe zwar 1987 \$ 25 Mrd. erworben, aber von diesem Betrag wieder Dollars verkauft, denn die amtlichen Reserven hätten weniger stark zugenommen. Es sei verständlich, dass niemand in eine sich abwertende Währung investieren will. Die Vereinbarungen der Siebenergruppe könnten jedoch nicht funktionieren, wenn ein Land wie Grossbritannien damit rechne, dass andere Länder mehr Dollars kaufen, während es

selbst seine Reserven diversifiziert, also Dollars verkauft und dafür D-Mark kauft.

Herr Leigh-Pemberton räumt ein, dass 5 bis 6 Mrd. Dollar in andere Währungen umgetauscht worden seien, doch bleibe danach immer noch eine Nettozunahme der Dollarreserven in Höhe von rund 19 Mrd., die jene zahlreicher anderer Länder weit übertreffe. Das Ziel sei es jetzt, das englische Pfund nicht zu stark und rasch ansteigen zu lassen. Die Interventionen von Montag, dem 7. März, hätten eben gerade den Zweck gehabt, den Markt zu kontrollieren und Exzesse zu vermeiden. Es sei zu hoffen, dass das Pfund recht bald ein Kursniveau erreiche, auf dem es keiner Interventionen mehr bedürfe und das nicht sehr viel höher als das zuvor erreichte Niveau von 3 DM liege.

Herr Pöhl betont, dass die Deutsche Bundesbank nicht bereit sei, Dollar zu kaufen, solange andere Notenbanken Dollar verkaufen oder dafür D-Mark erwerben.

Herr Hoffmeyer ruft in Erinnerung, dass die Zentralbankpräsidenten bereits 1975 in einem ersten Bericht über eine gemeinsame Politik gegenüber dem Dollar übereingekommen seien, dass bei einer Schwäche des Dollars gegenüber dem EWS die Zentralbanken nicht in starken Währungen des Systems intervenieren sollten. Nun stelle aber selbst der Kauf von ECU eine Intervention in starken Währungen im Ausmass von etwa 50 und nicht 40 % dar, denn das Pfund Sterling gehöre zu den starken Währungen der ECU, was denn auch bedeute, dass die Bank of England ihre eigene Währung kauft.

Herr de Larosière ist der Meinung, dass ein grosser Teil der Dollarkäufe der Bank of England nicht so sehr Interventionen darstellten, mit der die amerikanische Währung gestützt werden sollte, als vielmehr eine Aktion zur Wiederauffüllung der zuvor gesunkenen britischen Währungsreserven. Wenn diese Überlegung richtig sei, müsse ihr Rechnung getragen werden. Auf jeden Fall dürfte klar sein, dass ein Land, welches aus landesspezifischen Gründen, die mit seiner allgemeinen Wirtschaftspolitik zu tun haben (Wachstum, Zinsen, Geldpolitik usw.), der Auffassung sei, es müsse einen zu starken Kursanstieg seiner Währung gegenüber dem Dollar oder einer anderen Währung verhindern, unter den gegebenen Umständen und in Anbetracht der Louvre-Vereinbarungen seine Interventionen nicht auf die stärksten Währungen ausrichten dürfe. Anderenfalls werde jede Aktion zur Stabilisierung des Dollars absurd. Die Zentralbankpräsidenten sollten sich ernsthaft mit dieser Frage befassen und auch die Ausführungen von Herrn Pöhl zur Kenntnis nehmen.



Herr Janson äussert seine Zufriedenheit mit der Aussprache der Zentralbankpräsidenten, deren Inhalt sich in einer klaren Wechselkurspolitik der Notenbanken und namentlich in entsprechenden über die Konzertation laufenden Aktionen manifestieren müsste. Wenn es also einen Konsensus darüber gebe, dass ein erneuter Kursrückgang des Dollars zu vermeiden sei, dann bedeute dies, dass Zentralbanken mit starker Währung, die Devisen kaufen müssen, Dollars erwerben und jene mit schwacher Währung Dollarverkäufe vermeiden müssen. Für letztere besteht dann das Problem, dass sie wissen müssen, welche Währungen sie zur Stützung ihrer eigenen Währung verwenden können.

Herr de Larosière erklärt, Zentralbanken mit schwacher Währung müssten starke Währungen verkaufen, beispielsweise D-Mark, natürlich nur, sofern sie welche haben.

Herr Doyle erinnert an das Problem der Interventionen in ECU, wenn sowohl das Pfund Sterling als auch die D-Mark stark sind.

Herr Janson ist der Meinung, es sei sehr wichtig, dass die Einigung der Zentralbankpräsidenten über diesen Interventionsgrundsatz - Kauf von Dollars durch Zentralbanken mit starker Währung und Verkäufe von D-Mark durch die mit schwacher Währung - zu einer klaren Richtschnur für die Devisenhändler der Zentralbanken werde, solange der Devisenmarkt nicht in die andere Richtung umschlägt.

Herr Duisenberg erklärt, dass er die Sorgen von Herrn de Larosière teile. Das Vorgehen beim Pfund Sterling stelle eine Art unilaterale Leitkursanpassung dar; es zeige eindeutig, dass man einer solchen Situation nicht dadurch begegnen sollte, dass man einzig Interventionen und Realignments als Instrumente einsetzt. Auch die Zinssätze müssten herangezogen werden, wie die Teilnehmer am EWS-Wechselkursmechanismus es vereinbart hätten, sowie, wenn notwendig, haushaltspolitische Instrumente.

Der Vorsitzende dankt Herrn Leigh-Pemberton dafür, dass er eine interessante Aussprache eröffnet habe, die die Tragweite der Koordinierung zwischen Zentralbanken und die Mittel aufzeige, die man einsetzen könne, um die erstrebte Konvergenz zu erreichen. Die während der Aussprache gefallen Äusserungen könnten die Basis für eine Verbesserung der Kooperationsverfahren bilden.

Herr Dalgaard erklärt, dass die Arbeitsgruppe "Überwachung" die Überlegungen und Ausführungen der Zentralbankpräsidenten in Rechnung stellen werde.

III. Verabschiedung des Ausschussberichts an die EG-Finanzminister über die Entwicklung an den Devisenmärkten der neunzehn an der Konzertation beteiligten Länder im Februar und in den ersten Märztagen 1988

Der Vorsitzende stellt fest, dass der Ausschuss den "Konzertationsbericht" billigt; dieser wird wie üblich den Finanzministern der EG-Länder zugestellt werden.

IV. Fortsetzung der Diskussion über die Vorschläge der Kommission zur vollständigen Liberalisierung des Kapitalverkehrs auf der Grundlage des Berichts Nr. 63 einer Expertengruppe unter dem Vorsitz von Herrn Dalgaard

Der Vorsitzende ruft in Erinnerung, dass der mündliche Bericht, den er dem Rat der Wirtschafts- und Finanzminister am 9. Februar 1988 über diese Frage vorgelegt hat, abgeändert worden war, um den Bemerkungen einiger Notenbankpräsidenten an der Sitzung vom 9. Februar 1988 Rechnung zu tragen. Es sei also nach jener Sitzung ein Text erstellt und den Notenbankpräsidenten verteilt worden.

Herr Dalgaard stellt kurz den Bericht Nr. 63 vor, der von einer Expertengruppe unter seinem Vorsitz verfasst worden ist; er unterstreicht, dass die Ausarbeitung dieses Berichts schwieriger als sonst war, weil der Kapitalverkehr vielfältige und komplexe Fragen aufwirft, insbesondere auf dem Gebiet der Wechselkurs- und Geldpolitik. Obschon die Experten drei Sitzungen abhielten, lege der Bericht ferner keinen Konsens über alle behandelten Punkte vor.

A. Referat von Herrn Janson

Die Stellvertreter sind der Ansicht, dass die Schlussbemerkungen des Berichts Nr. 63 der "Dalgaard-Gruppe" eine gute Grundlage für die Ausarbeitung der endgültigen Stellungnahme der Zentralbankpräsidenten bilden.

1. Die Stellvertreter haben festgestellt, dass die Schlussfolgerungen des Berichts Nr. 63 einige Grundsätze wieder aufnehmen, die schon im mündlichen Bericht des Ausschussvorsitzenden an den Rat der Wirtschafts- und Finanzminister im Februar hervorgehoben wurden:

- das Ziel der Liberalisierung als solches genießt einhellige Unterstützung;
- um zu vermeiden, dass die Liberalisierung die Errungenschaften des EWS hinsichtlich der inneren und äusseren Stabilität gefährdet, ist es notwendig, eine Politik zu verfolgen, die die Stabilität der Preise und Kosten fördert und übermässige aussenwirtschaftliche Ungleichgewichte beseitigt;
- die Teilnahme aller Gemeinschaftswährungen am Wechselkursmechanismus zu gleichen Bedingungen bleibt ein höchst wünschenswertes Ziel, selbst wenn sie in Kombination mit der Liberalisierung des Kapitalverkehrs die Verwaltung des EWS erschweren kann;
- einige unter jenen Ländern, die bei der Liberalisierung am wenigsten weit fortgeschritten sind, erinnern daran, dass sie der Verabschiedung angemessener Massnahmen zur Verbesserung des wirtschaftlichen und sozialen Zusammenhalts in der Gemeinschaft grosse Bedeutung beimessen.

2. Es ist nun nicht mehr bestritten, dass die Liberalisierung des Kapitalverkehrs als solche momentan keine Neuordnung der 1985 und 1987 ausgebauten EWS-Mechanismen erfordert. Dies darf jedoch die Notwendigkeit einer zusätzlichen Verstärkung zu einem späteren Zeitpunkt nicht präjudizieren, wenn man mehr Erfahrung mit den jüngst eingeführten technischen Verbesserungen gesammelt haben wird.

3. Die Zentralbankpräsidenten sollten die folgenden Fragen diskutieren, um, wenn möglich, den gemeinsamen Standpunkt herauszuschälen, den man den Ministern vorlegen könnte.

a) Während die Notwendigkeit einer besseren Koordinierung der Geldpolitik im Hinblick auf eine vollständige Freigabe des Kapitalverkehrs allgemein anerkannt wird, bleibt man sich uneinig darüber, wie das am besten zu bewerkstelligen sei. Einige Stellvertreter bestehen auf der Erarbeitung eines Rahmens für eine geldpolitische Ex-ante-Koordinierung auf Gemeinschaftsebene für das gesamte System und für eine symmetrische Behandlung etwaiger Abweichungen. Bei diesem Ansatz könnten beispielsweise gemeinsam vereinbarte Zielvorgaben für die Expansion des Inlandkredits eine Rolle spielen, ebenso eine Regel, nach der die Geldschöpfungseffekte von Interventionen im EWS nicht durch Änderungen der dem Binnensektor zur Verfügung gestellten Kreditmenge ausgeglichen werden.

Andere Stellvertreter sprechen sich für einen pragmatischen Ansatz aus und machen geltend, dass einerseits ein allzu formalistischer Analyse-rahmen sich nicht für den unberechenbaren und komplexen Charakter der Koordinierungsprobleme eignet, und dass andererseits die bestehenden Verfahren genügen, um die geldpolitische Koordinierung zu verbessern.

Die Stellvertreter sind der Meinung, dass der Ausschuss der Zentralbankpräsidenten die unterschiedlichen Standpunkte im derzeitigen Stadium zwar durchaus festhalten, aber dem Rat der Wirtschafts- und Finanzminister vorschlagen könnte, seine Arbeiten auf diesem Gebiet fortzusetzen. Konkret könnten die Zentralbankpräsidenten die "Raymond-Gruppe" auffordern, die Vorschläge für die Errichtung eines Rahmens für die geldpolitische Ex-ante-Koordinierung abzuklären.

b) Die Stellvertreter gehen mit der Empfehlung der Kommission einig, dass die Durchführung der Geldpolitik, die in nationaler Zuständigkeit bleibt, sich auch weiterhin auf Instrumente und Märkte stützen können sollte, die ihre Wirksamkeit gewährleisten.

Zu den zu diesem Zweck vorgeschlagenen Bestimmungen - in der Praxis Artikel 2 des Richtlinienentwurfs und die Erwägung, die sich darauf bezieht - müssen die Stellvertreter in zweierlei Hinsicht Stellung nehmen.

Erstens geht es um den Spielraum, der den Behörden gelassen wird, um aus Gründen der geldpolitischen Steuerung Bestimmungen zu erlassen, die mit der Liberalisierung und Nichtdiskriminierung in Konflikt treten können. Eine auf die beiden in Artikel 2 genannten Instrumente begrenzte Ausnahmeregelung ist keine angemessene Antwort auf die Verschiedenartigkeit der Massnahmen, die infolge von geldpolitischen Zwängen angewendet werden können. Nach Ansicht der Stellvertreter sollte eine allgemeinere Formel gefunden werden, um die Durchführung der Geldpolitik abzudecken.

In einem zweiten Zusammenhang teilen die Stellvertreter die Sorge der Kommission, dass vermieden werden sollte, dass geldpolitische Gründe angeführt werden können, um verdeckte Beschränkungen des Kapitalverkehrs einzuführen. Unter der Verantwortung des Währungsausschusses und des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten, in denen die Kommission vertreten ist, sollte daher diesbezüglich eine Aufsicht ausgeübt werden. In der Tat kann diese Aufsicht nicht so konzipiert werden, dass indirekt die Geldpolitik der Gemeinschaftsgerichtsbarkeit unterstellt wird, wie dies die in Artikel 2 enthaltene Meldepflicht sowie der Hinweis auf einen "Rahmen geeigneter Gemeinschaftsverfahren" in der Präambel implizieren. Der Vertreter der

Kommission macht darauf aufmerksam, dass es in jedem Fall der Kommission obliegt, auf die Einhaltung der im EWG-Vertrag enthaltenen Verpflichtungen und des daraus abgeleiteten Rechts zu achten.

c) Auseinandergehende Ansichten werden zur Notwendigkeit einer besonderen Schutzklausel, wie sie in Artikel 3 der Richtlinie vorgeschlagen wird, geäußert. Einige finden, die Schutzklauseln des Vertrags von Rom genügen, um alle in Betracht fallenden Hypothesen zu erfassen, und eine weitere Klausel wäre eher schädlich als nützlich. Andere sind im Gegenteil der Meinung, diese gehöre ins Arsenal der verfügbaren Verteidigungsinstrumente, und ihre Nachteile könnten mit geeigneten Bestimmungen begrenzt werden: ausnahmsweise Inanspruchnahme, zeitliche Befristung, gemeinschaftliche Überwachung.

4. Die Stellvertreter bekräftigten ihre Zweifel am Nutzen einer Verlängerung der Richtlinie vom Jahre 1972 zur Regulierung der internationalen Finanzströme und zur Neutralisierung ihrer unerwünschten Wirkungen. Der Vertreter der Kommission wies darauf hin, dass unabhängig vom Los der Richtlinie von 1972 das wahre Problem das sei, den geeigneten Ort zu finden, um den drei folgenden Bedenken Ausdruck zu verleihen: wirtschaftliche und technische Rechtfertigung des Grundsatzes der Liberalisierung "erga omnes", Möglichkeit für die Gemeinschaft, notfalls auf diesen Grundsatz zurückzukommen, und Unerlässlichkeit von gemeinschaftlichen Verfahren für Geld- und Wechselkurspolitik im Hinblick auf eine Währungsunion.

Herr Janson schliesst mit der Erklärung, dass die Stellvertreter aufgrund des Berichts Nr. 63 der Experten, ihrer eigenen Diskussionen, deren Substanz soeben vorgelegt wurde, und der bevorstehenden Debatte der Präsidenten den Entwurf eines Berichts vorbereiten könnten, der dann von den Zentralbankpräsidenten zu diskutieren und zu verabschieden wäre.

#### B. Diskussion des Ausschusses

Herr Ciampi erklärt, es überrasche nicht, dass die Arbeiten der Experten und der Stellvertreter nicht zu einmütigen Berichten geführt hätten, da ja weiterhin unterschiedliche Meinungen bestehen; er rühmt die Qualität dieser Arbeiten und gibt die folgenden Kommentare dazu ab. Die schon im Januar geäußerte Befürchtung, die Liberalisierung der kurzfristigen Kapitalbewegungen könnte Gefahren für das EWS mit sich bringen, werde im Ausschuss kaum geteilt, und die Wirklichkeit werde hoffentlich diese Befürchtung

widerlegen. Um jegliches Missverständnis zu vermeiden, sei gesagt, dass die Banca d'Italia, wie sie es bereits in der Vergangenheit demonstriert habe, für eine neue Stärkung des EWS und für die zunehmende Integration der Gemeinschaft sei; ihre Sorge sei es, dass die zur Zeit geprüften Vorschläge und Massnahmen zu Unvereinbarkeiten und Ungleichgewichten führen könnten, die sich in der Zukunft als gefährlich herausstellen könnten.

Es bestand eine Wahl, ob man zuerst auf dem Weg zur Liberalisierung des Kapitalverkehrs oder auf dem des Ausbaus des Wechselkursmechanismus weiter fortschreiten wolle. Man habe ein entschiedenes Voranschreiten auf dem ersten Weg gewählt, was zwangsläufig eine Verzögerung beim anderen mit sich bringe. Die Liberalisierung des Kapitalverkehrs werfe sowohl Probleme für die Stabilität der Wechselkurse als auch für die Autonomie der nationalen Geldpolitik auf.

Hinsichtlich des ersten Punkts liege der Banca d'Italia daran, dass die Gefahren einer Instabilität der Wechselkurse begrenzt werden, um überflüssige Leitkursanpassungen zu vermeiden. Zu diesem Zweck schienen zwei Massnahmen nützlich. Erstens ein "Recycling"-Instrument, das nicht ein Finanzierungsmechanismus der herkömmlichen Art wäre, sondern im Hinblick auf die allgemeinen Interessen des EWS zu errichten und zu nutzen wäre. Zweitens eine neue Schutzklausel, deren Existenz nicht nur der Glaubwürdigkeit des Ziels der Liberalisierung nicht schaden, sondern im Gegenteil diesem Ziel dienen würde, weil sie es ermögliche, schwierigen Situationen zu begegnen.

Die Liberalisierung des Kapitalverkehrs werde den Handlungsspielraum und die Autonomie der nationalen Geldpolitik einschränken. Da die Idee, dass eine einzige Zentralbank die Geldpolitik für das ganze System festlegen könne und die Partner sich damit begnügten, ihr zu folgen, unsinnig sei, sei eine Ex-ante-Koordinierung zuerst für die Definition und dann für die Durchführung einer wahrhaft gemeinschaftlichen Geldpolitik zu entwickeln. Diesbezüglich könne man die Anregung der Stellvertreter, die "Raymond-Gruppe" solle diese Frage näher prüfen, nur unterstützen.

Artikel 2 des Richtlinienentwurfs betreffe direkt die Zuständigkeiten der Zentralbanken, und die Zentralbankpräsidenten sollten sich dazu äussern. Man könnte den Währungsbehörden das Recht einräumen, andere als die in Artikel 2 genannten Instrumente zu verwenden, vorausgesetzt, dass zuerst eine Prüfung stattfände, die die Übereinstimmung der Instrumente mit dem Geist der Liberalisierungsverpflichtung gewährleiste.

Das Ziel der geldpolitischen Koordinierung könne nicht auf eine Konvergenz der Teuerungsraten auf einem niedrigen Stand begrenzt sein; das Wachstum sei für eine echte und gesunde Währungsstabilität unerlässlich. Ferner könne die Beseitigung anhaltender Ungleichgewichte der Handels- und der Leistungsbilanz nicht ausschliesslich den anderen wirtschaftspolitischen Bereichen neben der Geldpolitik überlassen werden. Schliesslich habe man Mühe einzuräumen, wie es der Bericht Nr. 63 (S. 16) behaupte, dass die geldpolitische Koordinierung nur funktionieren könne, wenn genügend Unterstützung von anderen wirtschaftspolitischen Bereichen komme. Gewiss, eine Synergie der verschiedenen wirtschaftspolitischen Bereiche dränge sich auf, aber wenn man schon am Anfang so argumentiert hätte, dann wären das EWS und die Konvergenz nicht geworden, was sie heute, teilweise dank dem Vorgehen der Zentralbanken, sind.

Herr Duisenberg weist vorab darauf hin, dass die Mehrheit der Zentralbankpräsidenten am Dienstag, dem 12. April, die BIZ sehr früh, nämlich um 11 Uhr verlassen müssten, um sich auf den Weg nach Washington zur Tagung des Interimsausschusses zu machen, weshalb es angezeigt sei, den Zeitplan für die Sitzungen so festzusetzen, dass genügend Zeit für die Diskussion des Ausschusses bleibe.

Der Vorsitzende erklärt, es würden Vorkehrungen getroffen, die den besonderen Umständen Rechnung trügen.

Herr Duisenberg geht auf die mit der Liberalisierung des Kapitalverkehrs zusammenhängenden Sachfragen ein und spricht insbesondere drei Punkte an, nämlich die Koordinierung der Geldpolitik, die Instrumente der Geldpolitik und die besondere Schutzklausel.

Was die Koordinierung der Geldpolitik angehe, so hätten die Zentralbankpräsidenten im September 1987 in Basel/Nyborg eine wichtige Vereinbarung getroffen, in welcher insbesondere der Grundsatz eines kombinierten Einsatzes der Zinsdifferenzen und einer flexiblen und vollständigen Ausnutzung der Schwankungsbreiten bei so wenig Realignement wie möglich festgehalten sei. Sicherlich müssten die Notenbanken im Laufe der Zeit über diese Vereinbarung hinausgehen, aber auf pragmatische Weise. Hingegen wäre es nicht sinnvoll, bereits jetzt neue Regeln zu erarbeiten und zu beschliessen. Zur Illustration des erwünschten Pragmatismus könne das Beispiel der Deutschen Bundesbank dienen, die 1987 einen hohen Grad an Flexibilität zeigte, als sie im Interesse der Stabilisierung der Wechselkurse eine Überschreitung ihres Geldmengenziels im zweiten aufeinanderfolgenden Jahr zuließ. Es sei wenig

wahrscheinlich, dass die Deutsche Bundesbank im vornhinein eine solche Zielüberschreitung, selbst wenn sie gemeinsam im Ausschuss beschlossen worden wäre, akzeptiert hätte. Die Expertengruppe unter dem Vorsitz von Herrn Raymond könnte gleichwohl, wie von Herrn Ciampi vorgeschlagen, die Frage der Methoden oder Verfahren zur Koordinierung der Geldpolitik eingehender untersuchen und klären.

Die freie Wahl der geldpolitischen Instrumente müsse bei den zuständigen nationalen Stellen verbleiben, weshalb die Instrumente mit Aussenwirkung nicht in die Richtlinie aufgenommen werden dürften. Die Richtlinie sehe in ihrem Artikel 2 eine Ausnahme für zwei Instrumente dieses Typs vor, was den Nachteil habe, dass diese Bestimmung wie eine permanente Ausnahme von der Verpflichtung zur Liberalisierung des Kapitalverkehrs aussehe. Der Artikel 2 der Richtlinie sollte sich darauf beschränken, die Zuständigkeit der nationalen Währungsbehörden hervorzuheben - eine Zuständigkeit, die bereits im EWG-Vertrag anerkannt worden sei. Aus ähnlichen Erwägungen könne man auch nicht die im Bericht Nr. 63 (Kapitel IV, 1 c) enthaltene Feststellung akzeptieren, dass andere Abweichungen als die in Artikel 2 genannten nur im Rahmen von Schutzklauseln möglich wären. Um zu vermeiden, dass die Liberalisierung des Kapitalverkehrs durch monetäre Massnahmen der Länder zum Scheitern gebracht werde, sei es indes unabdingbar, dass der Währungsausschuss und der Ausschuss der Zentralbankpräsidenten in jedem einzelnen Fall die Berechtigung solcher Massnahmen prüfe. Dabei könnte die Unterrichtung beider Ausschüsse über bestimmte Massnahmen der nationalen Behörden nützlich sein. Gleichwohl bleibe gültig, dass die in Artikel 2 der Richtlinie enthaltene Verpflichtung zur Unterrichtung der Kommission gestrichen werden und die dortige Liste der geldpolitischen Instrumente nicht begrenzt sein sollte. Folglich müsste auch die Präambel geändert werden, und zwar sollte beim zweiten Erwägungsgrund die Formulierung "die Mitgliedstaaten müssen im Rahmen geeigneter Gemeinschaftsverfahren die notwendigen Massnahmen ... treffen können" ersetzt werden durch "im Rahmen der durch die gemeinschaftlichen Verpflichtungen auferlegten Zwänge ...".

Die in Artikel 3 der Richtlinie enthaltene besondere Schutzklausel scheine nicht erforderlich zu sein, da der EWG-Vertrag allgemeine Schutzklauseln enthalte. Wenn man die Devisenkontrollen aufhebe, so sei die blosse Möglichkeit, diese wieder einzuführen, für den Markt ein Signal, dass sie bei Auftreten von Spannungen verhängt würden. Dadurch leiste man der Kapitalflucht aus den betreffenden Ländern Vorschub. Eine besondere Schutzklausel



würde sich demnach kontraproduktiv und schädlich auswirken, besonders wenn sie als Dauereinrichtung der Richtlinie gedacht sei.

Herr Pöhl erklärt sich mit sämtlichen Äusserungen von Herrn Duisenberg sehr einverstanden, insbesondere mit dessen Ausführungen zu den Geldmengenzielen. Der Vorschlag der Kommission zur vollständigen Liberalisierung des Kapitalverkehrs sei einer der grossen Vorstösse der Gemeinschaft in den letzten Jahren und ein bedeutender Schritt hin zu einer Währungsunion und einer engeren monetären Zusammenarbeit. Gleichzeitig sei die Liberalisierung nichts anderes als die Verwirklichung der mit dem Vertrag eingegangenen Verpflichtungen. Die Bemerkungen von Herrn Duisenberg über die besondere Schutzklausel müssten sehr ernst genommen werden. In der Tat dürfe man, wolle man die Absicht kundtun, entschieden den grossen, integrierten Kapitalmarkt verwirklichen zu wollen, nicht den Verdacht aufkommen lassen, dass man insgeheim Vorbehalte habe und sich ein Hintertürchen offenhalten wolle, um erneut den Rückwärtsgang einzulegen. Die Beseitigung der bestehenden Beschränkungen müsse ohne Zögern erfolgen, um die Märkte zu überzeugen, dass sie unwiderruflich sei. Ein integrierter Kapitalmarkt sei für die Zukunft Europas ebenso wichtig wie der gemeinsame Güter- und Dienstleistungsmarkt, denn Kapital fliesse nur dorthin, wo es am produktivsten sei.

Verbesserungen bei der Koordinierung der Geldpolitik seien notwendig, und zwar schon deshalb, weil es in der Zukunft einen vollständig liberalisierten Kapitalverkehr geben werde. Die geldpolitischen Ziele müssten nicht einheitlich sein, sondern enger aufeinander abgestimmt werden, um dadurch soweit nur irgend möglich stabile Voraussetzungen für das Funktionieren der Märkte zu schaffen. Jene Länder, die die grössten Stabilitätsfortschritte erzielt hätten, könnten natürlich nicht einen Schritt zurück machen und sich am Durchschnitt orientieren. Vielmehr müsse man den Weg grösstmöglicher Stabilität fortsetzen. Auf der anderen Seite dürfe die Geldpolitik nicht völlig dem Erfordernis des Ausgleichs der Kapitalströme oder der Wechselkurse untergeordnet werden. Die Geldpolitik habe auch andere Ziele; im übrigen könne sie ihre Wirkungen nur dann voll entfalten, wenn auch andere Komponenten des "policy mix" sachgerecht seien. Die geldpolitische Koordinierung bedürfe keiner neuen Mechanismen oder Verfahren. Die notwendigen Strukturen seien bereits vorhanden: Der Ausschuss der Zentralbankpräsidenten mit den Stellvertretern und den Expertengruppen funktioniere einwandfrei, und auch die bilateralen Konsultationen spielten ihre Rolle. Eine verstärkte

Institutionalisierung brächte keine echten Fortschritte; besser sei es, das Bestehende zu nutzen und auszubauen.

Wenn man das Ziel des EWS verwirklichen wolle, nämlich feste, aber anpassbare Wechselkurse, die nur selten geändert werden sollten, so müssten die Zinssätze mehr als bisher variiert werden, solange zwischen den einzelnen Ländern fundamentale Divergenzen fortbestehen.

Die in Artikel 2 des Richtlinienvorschlags enthaltene Verpflichtung zur Unterrichtung der Kommission werfe in Deutschland einige Probleme rechtlicher Natur auf. Es bestehe die Auffassung, dass Beschlüsse im monetären Bereich das Vorrecht der nationalen Institutionen, namentlich der Deutschen Bundesbank bleiben müssen. Dies sei anlässlich der Änderung des EWG-Vertrags ausdrücklich bekräftigt worden, so dass die Kommission keine eigenen Zuständigkeiten monetärer Art habe. Ein Kompromiss könnte etwa in der Weise gefunden werden, dass man sage, die Unterrichtung könne im Ausschuss der Zentralbankpräsidenten erfolgen, in dem die Kommission vertreten ist.

Herr de Larosière ist wie Herr Pöhl der Auffassung, dass die Liberalisierung des Kapitalverkehrs in der Gemeinschaft als Ziel unerlässlich und mit Sicherheit das Schlüsselement in der Entwicklung hin zum gemeinsamen Binnenmarkt sei. Frankreich halte diese Entwicklung für nicht mehr umkehrbar; es habe seine Reglementierungen erheblich reduziert und sei fest entschlossen, diesen Prozess abzuschliessen. Man dürfe nicht den Eindruck erwecken, dass es sich bei der Liberalisierung um ein sekundäres oder ungewisses Ziel handle. Was die besondere Schutzklausel angehe, so könne man hinsichtlich der Modalitäten eine ziemlich offene Haltung einnehmen, doch müsse man unter allen Umständen vermeiden, dass mit der Klausel die Glaubwürdigkeit des Ziels irgendwie beeinträchtigt werde. Gewiss müsse einem Staat bei offenem Ausbruch einer Zahlungsbilanzkrise oder sehr starken Störungen auf den Kapitalmärkten zugestanden werden, dass er korrigierende Massnahmen ergreife, solange die monetäre Integration noch nicht ausreichend fortgeschritten sei, doch dürfe man nicht den Eindruck erwecken, dass mit einer Schutzklausel ein permanentes und institutionelles Hintertürchen offengehalten werde. Es sollte möglich sein, Modalitäten zu finden, die diesen Bedenken Rechnung trügen; möglicherweise reichten auch die Bestimmungen des Vertrags von Rom über die Zahlungsbilanz und die Kapitalmärkte aus.

Andererseits sei es bei einer positiven Einstellung zur vollständigen Liberalisierung des Kapitalverkehrs notwendig, die Koordination im Bereich der nationalen Wirtschafts- und Geldpolitik weiter voranzutreiben,

wie Herr Ciampi dies gewünscht habe. Eine Ex-ante-Diskussion müsse über die wirtschaftspolitischen und nicht nur die geldpolitischen Zielsetzungen stattfinden, denn die Geldpolitik sei nur eine Komponente des gesamten Instrumentariums der Wirtschaftspolitik. Zusätzlich zu der Konvergenz, die gegenwärtig im Bereich der Inflationsbekämpfung stattfindet, müssten allgemeine Konvergenzziele definiert werden, die die Gemeinschaft zu erreichen trachten sollte, eine Art Optimum, das den strukturellen Besonderheiten der einzelnen Länder Rechnung trage. Das auf diese Weise angestrebte Gleichgewicht würde sich auf Ziele der Preisstabilität, des Wirtschaftswachstums, der Beschäftigung sowie des Aussenhandels und aussenwirtschaftlichen Gleichgewichts gründen und damit eine Verbindung zwischen den monetären Variablen und der Realwirtschaft herstellen. Ein solches Vorgehen würde Aufschluss darüber geben, inwieweit die Geldpolitik der einzelnen Länder miteinander vereinbar sei, während die Modalitäten unterschiedlich sein könnten. Es gehe nicht darum, Verfahren zu institutionalisieren, die einige Partnerländer entmutigen oder stören könnten, doch sei es unabdingbar, im Bereich aller wirtschaftspolitischen Zielsetzungen Konvergenzfortschritte zu erzielen, wenn man ex ante eine Koordination der Geldpolitik erreichen wolle. Dass es bisher zu einer entsprechenden Ex-ante-Diskussion nicht gekommen sei, zeuge davon, dass die Notenbankgouverneure bisher nur eine sehr oberflächliche monetäre Koordination erreicht hätten; man müsse in diesem Bereich sehr viel weiter voranschreiten.

Herr Delors dankt den Notenbankpräsidenten, den Stellvertretern und der Expertengruppe unter dem Vorsitz von Herrn Dalgaard für die geleistete Arbeit. Die Kommission habe natürlich Texte vorgeschlagen, aber sie habe vor allem wirtschafts- und währungspolitische Fragen, Fragen der Opportunität und rechtliche Fragen gestellt; sie werde ihre Texte aufgrund der geäußerten Kommentare ändern. Als die Kommission 1987 einen Text zur vollständigen Liberalisierung des Kapitalverkehrs vorlegte, habe sie eine strategische Entscheidung getroffen; sie sei der Meinung gewesen, dass man nicht eine vollständige Wirtschafts- und Währungsunion zur Voraussetzung für die Liberalisierung des Kapitalverkehrs machen könne. Im Gegenteil, letztere würde einen Anreiz für die Verwirklichung des gemeinsamen Marktes der finanziellen Dienstleistungen und für Fortschritte bei der Währungszusammenarbeit geben. Erfolge die Verabschiedung der Liberalisierungsrichtlinie rasch, werde sie einen grossen psychologischen Widerhall haben und für die Verwirklichung des grossen Binnenmarktes sehr bedeutsam sein. Man könne sich einen Termin in sechs oder zwölf Monaten für die Inkraftsetzung denken, eine viel kürzere

Frist also als beispielsweise für die Annäherung der Sätze der indirekten Steuern denkbar wäre.

Die Kommission habe auch Fragen der Opportunität und des Rechts aufgeworfen, insbesondere in Artikel 2 (Instrumente der Geldpolitik) und in Artikel 3 (Schutzklausel) des Richtlinienentwurfs. Die Notenbankpräsidenten hätten mit Recht den Wortlaut von Artikel 2 als zu eng gefasst bezeichnet; dieser werde daher überarbeitet werden. Artikel 155 des EWG-Vertrags mache es der Kommission zur Aufgabe, sich über alles, was - sei es auch nur provisorisch - eine Abweichung von der Freizügigkeit des Kapitalverkehrs darstellen könne, unterrichten zu lassen, aber die Kommission beabsichtige nicht, Macht auszuüben oder selbst Beurteilungen vorzunehmen. Sobald sie unterrichtet sei, würde sie den Ausschuss der Zentralbankpräsidenten und den Währungsausschuss konsultieren.

Artikel 3 enthalte ebenfalls ein Problem der Opportunität und ein rechtliches Problem. Die Klausel beziehe sich auf den Fall, dass ein Land sich einer plötzlichen Spekulationswelle auf seinem Markt gegenüber sieht, die jedoch keine dauerhafte Auswirkung auf die Zahlungsbilanz hat. Einige Leute finden, eine solche Klausel beeinträchtige die Glaubwürdigkeit der Liberalisierung des Kapitalverkehrs, aber ohne sie wäre zu befürchten, dass der Rat zu keiner Einigung gelange. Die Bestimmungen des EWG-Vertrags beträfen nämlich das Ungleichgewicht der Zahlungsbilanz und nicht diesen besonderen Fall.

Es blieben noch zwei schwierige Probleme, auf die hinzuweisen sei. Das erste beziehe sich auf das Steuerrecht und zerfalle in zwei Elemente. Einerseits die Besteuerung der Dividenden von Aktien, wo man eine Annäherung der Unternehmensbesteuerung vorschlagen könne, die relativ leicht durchzusetzen wäre, ziehe man die nationalen gesetzlichen Regelungen auf dem Gebiet der Steuerveranlagung der Gesellschaften, der Steuervergünstigungen, des Quellenrückbehalts in Betracht. Hingegen sei die Frage bei den Zinsen auf Bankeinlagen und Obligationen sehr schwierig, da die nationalen Regelungen höchst unterschiedlich seien: vom Fehlen einer Deklaration bis zur Deklaration, von der Steuerfreiheit bis zur Besteuerung mit oder ohne Rückbehalt an der Quelle. Das zweite Problem betreffe die Lauterkeit des Wettbewerbs innerhalb eines gemeinsamen Finanzraums, in dem einige Währungen nur in einer engen Bandbreite von 2,25 % schwanken dürfen, während andere floaten können. Jene Länder, die den Kapitalverkehr vollständig liberalisieren, werden sich einem magischen Dreieck gegenübersehen, das aus der Freiheit des

Kapitalverkehrs, der Zusammenarbeit auf dem Gebiet der Geldpolitik und der gemeinsamen Wechselkursdisziplin gebildet wird.

Der Vorsitzende zieht am Ende der Diskussion des Ausschusses drei Schlüsse zum Verfahren:

- der Zeitplan der nächsten Sitzung des Ausschusses, am 12. April, könnte geändert werden, um der Abreise der Notenbankpräsidenten um 11 Uhr Rechnung zu tragen und um über ein bisschen mehr Zeit für die Diskussionen zu verfügen;
- die Präsidentschaft und das Sekretariat werden ein Dokument erstellen, in dem sie versuchen werden, die Elemente des ausgezeichneten Berichts Nr. 63 und die Kommentare der Stellvertreter und der Präsidenten dazu zu kombinieren und miteinander in Einklang zu bringen; dieses Dokument würde als Grundlage für die Diskussionen vom 12. April und den Bericht dienen, der den Finanzministern im Hinblick auf die Tagung des Rats vom 18. April 1988 zugestellt werden muss;
- zur wichtigen Frage der Methoden einer besseren Koordinierung der Geldpolitik herrscht immer noch Uneinigkeit; wie von den Stellvertretern vorgeschlagen, könnten die Notenbankpräsidenten in ihrem Bericht an die Minister erklären, dass sie ihre Arbeiten auf diesem Gebiet fortsetzen, und die "Raymond-Gruppe" könnte beauftragt werden, einige der gemachten Vorschläge zu klären.

V. Gedankenaustausch über die Art und Weise, wie der Ausschuss im Anschluss an das vom Rat der Wirtschafts- und Finanzminister erteilte Mandat das Memorandum des Ministers Balladur prüfen könnte

Der Vorsitzende ruft in Erinnerung, dass die Finanzminister beim Ratsessen vom 9. Februar 1988 die Notenbankpräsidenten gebeten haben, die von Herrn Balladur im Januar in einer Denkschrift geäußerten Vorschläge und Ideen zu prüfen; die Einzelheiten dieses Mandats waren am 12. Februar 1988 vom Ausschussvorsitzenden in Form einer Botschaft mitgeteilt worden.

A. Referat von Herrn Janson

Die Stellvertreter haben sich kurz mit der Frage befasst, wie die Arbeiten zur Ausführung des Mandats des Rates der Wirtschafts- und Finanzminister, die Denkschrift Balladur zu untersuchen, zu organisieren seien. Sie stellten zunächst fest, dass das Memorandum des französischen Ministers zwei Hauptteile enthält: Im ersten geht es hauptsächlich um Themen, welche die Zentralbankpräsidenten bereits untersucht haben oder derzeit gerade untersuchen, beispielsweise die Liberalisierung des Kapitalverkehrs und die Verstärkung der geldpolitischen Koordinierung; im zweiten Teil geht es mehr um längerfristige Aspekte, namentlich um die Schaffung einer Zone mit einer einzigen Währung und einer europäischen Zentralbank.

Die Stellvertreter schlagen vor, dass sie während der Aprilsitzung eine gründliche Aussprache abhalten, die durch ein Arbeitspapier der Präsidentschaft vorbereitet würde. Man kam überein, die Untersuchungen nicht auf die französische Denkschrift zu beschränken, sondern auch von anderen Persönlichkeiten vorgelegte Memoranden, wie das des Ministers Amato, ebenso wie jeden sonstigen Beitrag aus anderen Ländern oder anderen Zentralbanken zu berücksichtigen.

Was den Zeitplan angeht, so denken die Stellvertreter an einen einleitenden Bericht, der auf der Tagung des Rates der Wirtschafts- und Finanzminister im Juni (wahrscheinlich am 6. Juni) vorgelegt werden würde, weshalb die Zentralbankpräsidenten im Mai eine Grundsatzdebatte darüber führen müssten.

B. Diskussion des Ausschusses

Herr de Larosière äussert sich zustimmend zu den von Herrn Janson im Namen der Stellvertreter gemachten Vorschlägen. Die Denkschrift von Herrn Balladur enthalte in der Tat zwei ziemlich unterschiedliche Gedankengänge. Der erste betrifft die Arbeitsweise des EWS, den Wunsch, dieses anderen Teilnehmern zugänglich zu machen sowie einige Verbesserungen der Arbeitsweise der Mechanismen. Am Ende der Denkschrift werden Fragen hinsichtlich der Zukunft einer zentralen europäischen Währungsinstitution gestellt; es handle sich um Fragen und nicht um Standortbestimmungen. Die Arbeiten sollten sich auf diese beiden Themenbereiche beziehen, und es sei darauf zu achten, dass nicht die Überlegungen über die Zukunft einer europäischen Zentralbank das Interesse an der Untersuchung des ersten Themenbereichs minderten. Je mehr man sich der monetären Stabilität nähere, um so mehr

müsse man sich Fragen hinsichtlich der Endzwecke der Wirtschaftspolitik, über deren Kohärenz und über das optimale Wachstum bei Preisstabilität stellen. In diesem Sinne seien die Ausführungen in der Denkschrift von Herrn Balladur über die Symmetrie der Interventionen und der Anpassungsmassnahmen zu verstehen. Über weiter in der Zukunft liegenden und sich mehr mit institutionellen Fragen befassenden Projektionen dürfe man nicht vergessen, wie wichtig Fortschritte in Richtung auf eine grössere Währungsintegration in Europa auf der Basis des bestehenden Systems sind. Andererseits sei es wichtig, wie Herr Janson gesagt habe, sich bereits jetzt mit den vielerorts, beispielsweise in der Denkschrift von Herrn Genscher, geäusserten Überlegungen zur Schaffung einer europäischen Zentralbank zu befassen. Für diesen Zweck wäre es gut, innerhalb des Ausschusses eine Reflektionszelle zu haben, auch wenn entsprechende Anwendungen nur etwaigen und zukünftigen Charakter haben.

Herr Pöhl verweist darauf, dass viele der in den Memoranden von Herrn Balladur und Herrn Amato angesprochenen Themen bis September 1987 ausführlich erörtert worden und in die Vereinbarung von Basel/Nyborg eingegangen seien. Jeder wisse, dass diese Vereinbarung ein Kompromiss sei, bei dem die Deutsche Bundesbank so weit gegangen sei, wie sie nur konnte; ernst zu nehmende Kreise in Deutschland hätten ihr sogar bittere Vorwürfe gemacht, da sie der Auffassung seien, dass mit dieser Übereinkunft die Disziplin im EWS geschwächt werde, und zwar vor allem durch die Aufstockung der bereits als grosszügig erachteten Kreditfazilitäten. Diese neuen Fazilitäten seien in Anspruch genommen worden und hätten zur Stabilisierung des Systems beigetragen.

Mit mehreren der von Herrn Balladur und Herrn Amato gemachten Vorschlägen, namentlich zur Symmetrie und Asymmetrie, habe man sich bereits seit den Anfängen des EWS beschäftigt, und stets sei man zu unterschiedlichen Auffassungen gelangt. Mit der beständigen Erneuerung dieser Vorschläge trage man nicht zur Stabilität des Systems bei. Dasselbe gelte für Erklärungen wie die des Ministers Amato, der nach Berichten einer italienischen Zeitung gesagt hatte, die Deutsche Mark sei strukturell unterbewertet, was zu der Schlussfolgerung führe, dass die übrigen Währungen überbewertet seien und eine Leitkursneuordnung bevorstehe, ja unvermeidlich sei. Derartige Äusserungen in der Öffentlichkeit seien demnach tunlichst zu vermeiden, ebenso die in regelmässigen Abständen wiederholte Äusserung, das EWS bedürfe einer Verbesserung, denn das Resultat sei, dass das System als nicht sehr solide und leistungsstark erscheine.

Herr Pöhl erklärt sich indes bereit, über die in den übermittelten Memoranden enthaltenen Gedanken zu diskutieren, insbesondere über die Frage, wie man die Konvergenz und die Koordinierung der Wirtschafts- und der Geldpolitik verbessern könne, denn letztere könne man nicht isoliert betrachten. Wie Herr de Larosière bereits angeregt habe, sei es notwendig, dass sich die am Wechselkursmechanismus uneingeschränkt teilnehmenden Länder im vornhinein gemeinsame Ziele setzen. Fürs erste könnten die Stellvertreter, nachdem die Minister an die Zentralbankpräsidenten herangetreten seien, diese Fragen vertiefen, unter Heranziehung der Memoranden von Herrn Balladur und Herrn Amato, nicht jedoch der Note von Herrn Genscher, die eine persönliche Stellungnahme und kein Dokument der deutschen Regierung sei.

Herr Duisenberg ist ebenfalls der Ansicht, dass man die Diskussion dieser in anderen Gremien hochaktuellen Fragen nicht umgehen könne, und wie Herr Janson bereits gesagt habe, dürfe man sich nicht überrumpeln lassen. Freilich sei es schwierig zu unterscheiden, was diskutiert werden muss und was beiseite gelassen werden kann. Sollte man neben der Denkschrift von Herrn Balladur auch das Papier von Herrn Amato berücksichtigen? Und wie stehe es mit dem Memorandum von Herrn Genscher, das, auch wenn es sich um persönliche Überlegungen handle, aus dem Hause des deutschen Außenministers komme? Müsse man, was Herrn Balladur anbelangt, auch von dessen Interview im Wall Street Journal Kenntnis nehmen? Wenn ja, so müsse man feststellen, dass in diesem Artikel der Nachdruck auf die Förderung der internen und externen Stabilität der Währungen gelegt werde, wohingegen Herr Balladur in dem Dokument über die Konstruktion eines europäischen Währungsraums das Schwergewicht auf die gleichmässige Verteilung der Lasten im EWS lege, was nicht immer völlig vereinbar sei mit dem Engagement zugunsten innerer und äusserer Stabilität.

Der Vorsitzende betont, die Zentralbankpräsidenten müssten sich mit diesen Fragen befassen, denn zum einen hätten sie ein Mandat vom Rat der Wirtschafts- und Finanzminister erhalten, und zum anderen könnten sie nicht zu Themen schweigen, die sie angingen und die seit einiger Zeit verschiedene Ideen anregten, auch wenn es unter ihnen unterschiedliche Meinungen hinsichtlich der Praktikabilität einiger dieser Ideen und des Zeitplans ihrer etwaigen Verwirklichung gebe. Es dürfte deshalb angezeigt sein, die einleitenden Diskussionen im Ausschuss der Stellvertreter abzuhalten, statt eine neue Expertengruppe einzusetzen. Mit Blick auf diese Diskussionen



werde die Präsidentschaft ein Dokument erstellen, in welchem die verschiedenen aufzuwerfenden Fragen aufgeführt sind.

Auf die Frage von Herrn Janson, welche ergänzenden Bemerkungen die französische Seite zum Memorandum von Herrn Balladur beitragen könnte, äussert Herr de Larosière eine persönliche Ansicht. Die Geldwertstabilität sei ein zentrales Ziel für jede Notenbank, und ihr werde von der Banque de France wie von deren Partnerzentralbanken erste Priorität eingeräumt. Es sei jedoch nicht verboten, über die Konsequenzen von in einigen Ländern bestehenden Zahlungsbilanzungleichgewichten auf den Zusammenhalt des EWS nachzudenken - Ungleichgewichte, die Ausdruck eines gewählten "policy mix" sein können, der zu diskutieren wäre. Wenn es einerseits nützlich sei, bei divergierenden Inflationsraten durch den Wechselkursmechanismus zu mehr Disziplin gezwungen zu werden, so sei es andererseits angebracht, sich zu fragen, ob die Gemeinschaft insgesamt unter allen Umständen und gleichgültig, wie der "policy mix" des Landes mit der stärksten Währung aussehe, sich von diesem "policy mix" leiten lassen müsse. Es müsse deshalb zu einer Diskussion über die wirtschaftspolitischen Zielsetzungen kommen, anderenfalls ergäben sich Spannungen im EWS. In diesem Geiste müsste die Debatte über eine grössere Symmetrie geführt werden, und bestimmte Vorstellungen könnten in einem späteren Stadium von Frankreich präzisiert werden.

Herr Pöhl stimmt der Analyse von Herrn de Larosière zu und räumt ein, dass zu den Problemen, mit denen Europa es gegenwärtig zu tun habe, die Unausgewogenheit der wirtschaftlichen Ergebnisse und die Zahlungsbilanzungleichgewichte zählten. Freilich stelle sich die Lage nicht so extrem dar, wie sie Herr Dini beschrieben habe, als er sagte, es gehe nicht an, dass eine Zentralbank allein das Tempo des Geldmengenwachstums für alle anderen vorgebe, die lediglich zu folgen bräuchten. Ohnehin würde dies, selbst wenn es stimmte, nur für jene gelten, die am Wechselkursmechanismus teilnehmen, wobei Italien zudem dank der grösseren Bandbreite mehr Spielraum hätte.

Diese Themen könnten zunächst von den Stellvertretern untersucht werden, doch wäre es dann angebracht, das Mandat etwas zu präzisieren. Denn die Memoranden von Herrn Balladur und Herrn Amato berührten zahlreiche Probleme, von denen einige, so die Dollarpolitik und die europäische Zentralbank, hochpolitisch seien. Die Zentralbankpräsidenten sollten sich auf die Geldpolitik konzentrieren, wobei sie sich im klaren sein sollten, dass

diese nicht die Irrtümer anderer Politikbereiche korrigieren und beispielsweise nicht die Ungleichgewichte in den Leistungsbilanzen beseitigen könne.

Die Frage nach symmetrischen Interventionen werde seit zehn Jahren gestellt; die Deutsche Bundesbank habe gute Gründe, sich dem zu widersetzen, und sei nicht bereit, ihre Meinung zu ändern. Sei es somit sinnvoll, die Frage neu aufzuwerfen, wenn man wisse, dass eine Annäherung nicht möglich sei, denn derartige Interventionen würden für die Bundesbank das Ende einer autonomen Geldpolitik bedeuten und rasch zum Auseinanderbrechen des EWS führen?

Andere Fragen wie die Erweiterung des Systems oder die Koordinierung der haushaltspolitischen Zielsetzungen fielen entweder nicht eigentlich in die Zuständigkeit der Zentralbankpräsidenten oder seien bereits Gegenstand von Äusserungen des in Nyborg vorgelegten Ausschussberichts gewesen. Es dürfte somit wichtig sein, dass das Mandat mit Hilfe des vom Vorsitzenden erwähnten Dokuments eindeutiger gefasst und eine Liste der Fragen erstellt werde, die zu beantworten seien.

Der Vorsitzende erklärt, dass das Dokument der Präsidentschaft eben ermöglichen solle, die Fragen, die zu prüfen seien, von jenen zu unterscheiden, die beiseite zu lassen wären, weil sie nicht in die Zuständigkeit der Zentralbankpräsidenten fielen oder von diesen nicht aufgegriffen würden.

VI. Gedankenaustausch über die Beziehungen zwischen der EG und den vier asiatischen Schwellenländern auf der Grundlage eines kurzen Vortrags von Herrn Bockelmann

Der Vorsitzende erklärt, dass es wegen der fortgeschrittenen Stunde notwendig erscheine, das für heute vorgesehene Referat von Herrn Bockelmann auf eine der nächsten Sitzungen zu verschieben; er dankt Herrn Bockelmann für die von ihm für die Zentralbankpräsidenten vorbereiteten Tabellen und Grafiken und für die Verteilung des Wortlauts seines Referats, die er demnächst vorzunehmen gedenke.

VII. Weitere Fragen innerhalb der Zuständigkeit des Ausschusses:

Erneuerung des Mandats von Herrn Dalgaard, Vorsitzender der  
Expertengruppe "Wechselkurspolitik"

Der Vorsitzende verweist darauf, dass das dreijährige Mandat von Herrn Dalgaard am 31. März 1988 abläuft; er schlägt vor, Herrn Dalgaard ein neues Mandat von drei Jahren, also bis zum 31. März 1991, zu erteilen. Herr Dalgaard beende sein zweites Mandat von drei Jahren und sitze der Expertengruppe seit März 1982 mit grosser Kompetenz und Wirksamkeit vor.

Der Vorsitzende stellt die Billigung seines Vorschlags durch den Ausschuss fest und spricht Herrn Dalgaard die Glückwünsche und den Dank des Ausschusses aus.

VIII. Zeit und Ort der nächsten Sitzung

Die nächste Sitzung findet am Dienstag, dem 12. April 1988, in Basel statt; allerdings wird die Sitzung höchstwahrscheinlich wegen der Abreise der meisten Zentralbankpräsidenten im Laufe des Vormittags nach Washington zeitlich vorverlegt.

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

---

FEBRUAR 1988

---

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 Februar und während der ersten Märztag 1988.

I. ENTWICKLUNG DER WECHSELKURSE

Im Februar 1988 verlief das Geschehen an den Devisenmärkten insgesamt ruhig. Die Wechselkursbeziehungen zwischen den wichtigsten Währungen zeichneten sich durch einen hohen Grad an Stabilität aus und das EWS war frei von Spannungen.

Der US-Dollar wurde im Februar relativ stetig gehandelt und notierte am Monatsende gegenüber den meisten wichtigen Währungen per saldo nahezu unverändert. Der Eindruck, dass die aussenwirtschaftliche Entwicklung der USA eine Wende zum Besseren genommen habe, erfuhr eine Bestätigung durch die Meldung vom 12. Februar, dass das Handelsbilanzdefizit im Dezember erneut zurückgegangen war. Als beruhigend wurde von den Marktteilnehmern auch gewertet, dass der Vorsitzende des Federal Reserve Board, Greenspan,

---

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

vor dem Kongress mit Nachdruck darauf hinwies, wie wichtig es sei, sich vor einem Wiederaufleben der Inflation in acht zu nehmen.

Im EWS blieb die Lage stabil; die feste Tendenz einiger Währungen gegenüber der D-Mark liess nach und die Wiederaufstockung der Reserven durch den Erwerb von D-Mark hörte allmählich auf.

Die D-Mark hat sich gegenüber den meisten anderen Währungen nur wenig verändert. Der Index ihres gewogenen Aussenwertes gegenüber vierzehn Industrieländern betrug Ende Februar 1988 173,5 % (Ende Januar 1988 173,8 %; 1972 = 100).

Die feste Haltung des französischen Franc setzte sich zu Beginn des Berichtszeitraums infolge ausländischer Käufe fort; danach schwächte sich die französische Währung geringfügig ab. Sie stabilisierte sich dann erneut gegenüber den europäischen Währungen, als für November eine Verringerung des Leistungsbilanzdefizits und für Januar ein Preisanstieg von nur 0,2 % bekanntgegeben wurde.

Der holländische Gulden konsolidierte seine Position am oberen Ende des Kursbandes. Die Nederlandsche Bank tätigte einige geringe DM-Käufe.

Der belgische Franc verbesserte seine Position im EWS. Die Zentralbank senkte zweimal ihre Leitzinsen, und der Satz für Schatzwechsel mit einer Laufzeit von ein bis drei Monaten wurde um 0,2 Prozentpunkte zurückgenommen. Die Banque Nationale de Belgique kaufte auch weiterhin in erheblichem Umfang Devisen.

Die dänische Krone festigte sich angesichts eines weiterhin hohen Zinsgefälles etwas im oberen Teil des engen EWS-Kursbandes. Die Danmarks Nationalbank intervenierte mit einigen Käufen am Markt.

Das irische Pfund notierte im Februar recht stabil in der oberen Hälfte des EWS-Bandes. Per saldo kam es zu einigen geringen Kapitalabflüssen, die sich netto in kleineren Devisenabgaben der Central Bank of Ireland niederschlugen.

Die italienische Lira zeigte während des gesamten Monats ein stabiles Kursverhalten; die Banca d'Italia nahm kleinere kursglättende Interventionen in beiden Richtungen vor.

Die Nachfrage nach Pfund Sterling liess dieses im Februar im Kurs ansteigen. Zwar kam gelegentlich Besorgnis auf, in der britischen Wirtschaft gebe es erste Anzeichen einer Überhitzung, und die Befürchtung wurde laut, die Zahlungsbilanzsituation könnte sich erneut verschlechtern, doch wurden diese negativen Aspekte weitgehend durch die sich abzeichnende starke Stellung der Regierung im Fiskalbereich kompensiert. Das englische Pfund profitierte

auch von Erwartungen eines weiteren Zinsanstiegs in Grossbritannien, so dass es am Monatsende fest tendierte. Der Index seines gewogenen Aussenwerts stieg um 0,4 Prozent auf 74,6 % (1975 = 100).

Die griechische Drachme schwankte innerhalb einer relativ engen Marge. Gegenüber dem US-Dollar und der ECU schwächte sie sich im Monatsverlauf um 1,2 bzw. 0,6 % ab. Ihr gewogener Aussenwert sank um 0,5 %.

Die spanische Peseta wies am Monatsende gegenüber den anderen EG-Währungen, gemessen an ihrem gewogenen nominalen Aussenwert, einen Kursgewinn von 0,6 % auf. Der grösste Teil der Höherbewertung fand ebenso wie die Nettokäufe von Devisen durch die Zentralbank während der ersten Tage des Monats statt, als erhebliches Kapital ins Land floss. Gegenüber dem US-Dollar notierte die Peseta unverändert. Der Banco de España nahm ihren Geldmarktinterventionssatz erneut um 1 Prozentpunkt zurück.

Der portugiesische Escudo verlor im gewogenen Durchschnitt 0,4 % an Wert. Gegenüber dem US-Dollar und der ECU betrug der Wertverlust des Escudo 0,8 bzw. 0,2 %. Die Leitzinsen wurden mit Wirkung vom 6. Februar um 0,5 Prozentpunkte gesenkt.

Der Schweizer Franken schwächte sich gegenüber dem US-Dollar weiter ab. Gegenüber den meisten anderen Währungen war die Abwertungstendenz sogar noch ausgeprägter. Zurückzuführen sein dürfte diese Entwicklung auf die niedrigen Zinsen für Schweizer Franken. Sein gewogener Aussenwert sank um 1,5 %.

Der österreichische Schilling zeigte im Februar eine leichte Abschwächung gegenüber dem US-Dollar um 0,43 % bei einer Monatsamplitude von 1,49 %. Gegenüber der D-Mark schwankte der Schilling um 0,2 %. Bedingt durch Kapitalimporte der Republik Österreich festigte sich der Schilling gegenüber der D-Mark zur Monatsmitte bis auf öS 701,90/DM 100,-, und am Monatsende betrug das Kursverhältnis öS 702,30/DM 100,-.

Die schwedische Krone setzte ihren Kursanstieg gegenüber den Indexwährungen fort. Der Grund hierfür ist in der positiven Zinsdifferenz zu den anderen Währungen zu suchen, die es für Kapitalanleger interessant macht, sich in fremden Währungen zu verschulden und den Gegenwert am schwedischen Geldmarkt anzulegen. Der Index veränderte sich von 132,00 auf 130,75, und die Zentralbank absorbierte einen Teil des Kapitalzuflusses.

Trotz niedrigerer Ölpreise festigte sich die norwegische Krone weiter. Gestützt wurde diese Entwicklung durch den Beschluss des gewerk-

schaftlichen Dachverbandes, die Lohnforderungen bei den im Frühjahr anstehenden Tarifverhandlungen zu mässigen, und durch einen Gesetzentwurf der Regierung, demzufolge im Jahr 1988 die Einkommen für alle Gesellschaftsgruppen in Anlehnung an die zwischen den Dachverbänden von Arbeitgebern und Arbeitnehmern getroffenen Vereinbarungen begrenzt werden sollen.

Die Finnmark notierte im gewogenen Mittel weiterhin recht stabil. Die kurzfristigen Zinsen stiegen gegen Monatsende leicht an.

Der kanadische Dollar stieg während des gesamten Monats im Kurs an und notierte am Monatsende bei US-\$ 0,7946, seinem höchsten Stand seit Anfang 1984. Der Kursanstieg im Februar ist die Fortsetzung einer seit Anfang November erkennbaren Tendenz. Folgende Faktoren verliehen dem kanadischen Dollar weiterhin eine Stütze: Kapitalzuflüsse, die durch das im Vergleich zu den USA hohe Niveau der kurzfristigen Zinsen induziert wurden, eine kommerzielle Nachfrage nach kanadischen Dollars und die günstige Entwicklung der kanadischen Wirtschaft.

Der japanische Yen schwächte sich gegenüber dem US-Dollar geringfügig ab, nämlich um 0,2 %. Die im Vergleich zu seinem lang andauernden Höhenflug schwächere Entwicklung beruhte teilweise auf einer zuversichtlicheren Stimmung am Markt, in der sich die Verringerung des japanischen Handelsbilanzüberschusses gegenüber den USA niederschlug, und teilweise auf höheren Kapitalabflüssen. Was die Kursentwicklung des Yen gegenüber den wichtigsten europäischen Währungen angeht, so festigte sich der Yen gegenüber der ECU um 0,4 %.

## II. INTERVENTIONEN

### A. Interventionen in US-Dollar

Im Februar tätigten die Zentralbanken Nettokäufe in Höhe von US-\$ 1,9 Mrd; das war sehr viel weniger als die US-\$ 7,6 Mrd. vom Januar und die US-\$ 13,3 Mrd. vom Dezember. Die Bruttokäufe beliefen sich auf US-\$ 2,4 Mrd. und die Bruttoverkäufe auf US-\$ 0,5 Mrd. Die bedeutendsten Käufer waren die Bank of Canada, der Banco de España und die Sveriges Riksbank.

B. Interventionen in Gemeinschaftswährungen

Die von EG-Zentralbanken in EWS-Währungen durchgeführten Interventionen beliefen sich umgerechnet auf US-\$ 2,2 Mrd. gegenüber US-\$ 6,6 Mrd. im Januar. Diese Interventionen bestanden zum überwiegenden Teil aus D-Mark-Käufen. Als Hauptkäufer traten der Banco de España, die Banque Nationale de Belgique, die Banque de France sowie - in geringerem Ausmass - die Danmarks Nationalbank in Erscheinung.

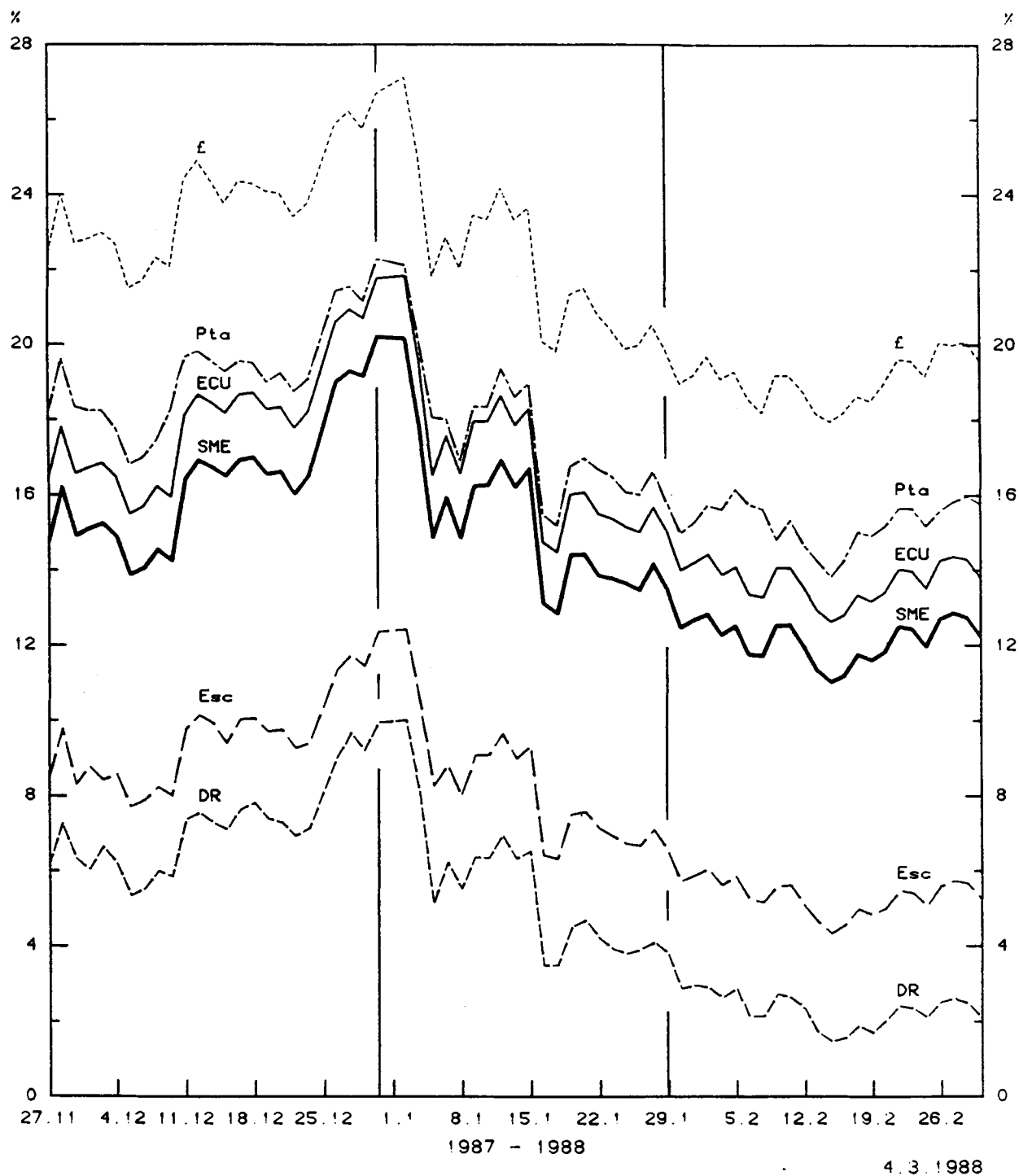
III. DIE ERSTEN MÄRZTAGE

Der US-Dollar notierte wenig verändert gegenüber den meisten anderen Währungen. Im EWS war die Lage unverändert.

Das englische Pfund notierte weiter fest. Die Bank of England hielt anfangs durch Interventionen den Kurs der britischen Währung unter 3 D-Mark; im weiteren Verlauf liess sie jedoch zu, dass der Kurs über dieses Niveau anstieg.

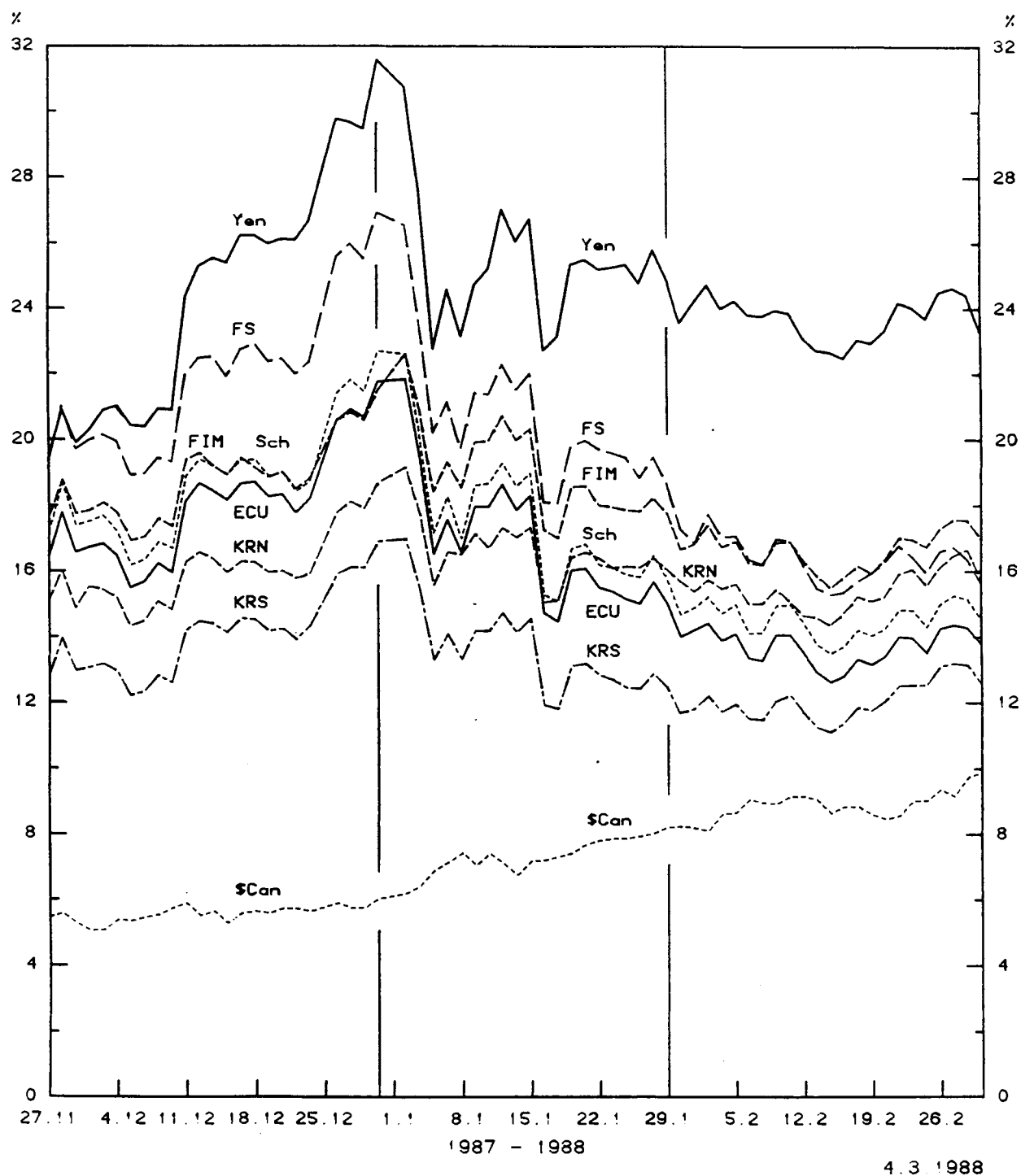


EVOLUTION DE L'ECU, DU COURS MEDIAN DES MONNAIES PARTICIPANT AU  
MECANISME DE CHANGE DU SME ET DES MONNAIES DES BANQUES CENTRALES DE LA  
CEE NE PARTICIPANT PAS A CE MECANISME, SUR LA BASE DES COURS RELEVES  
LE 31 DECEMBRE 1986 VIS-A-VIS DU \$EU\*



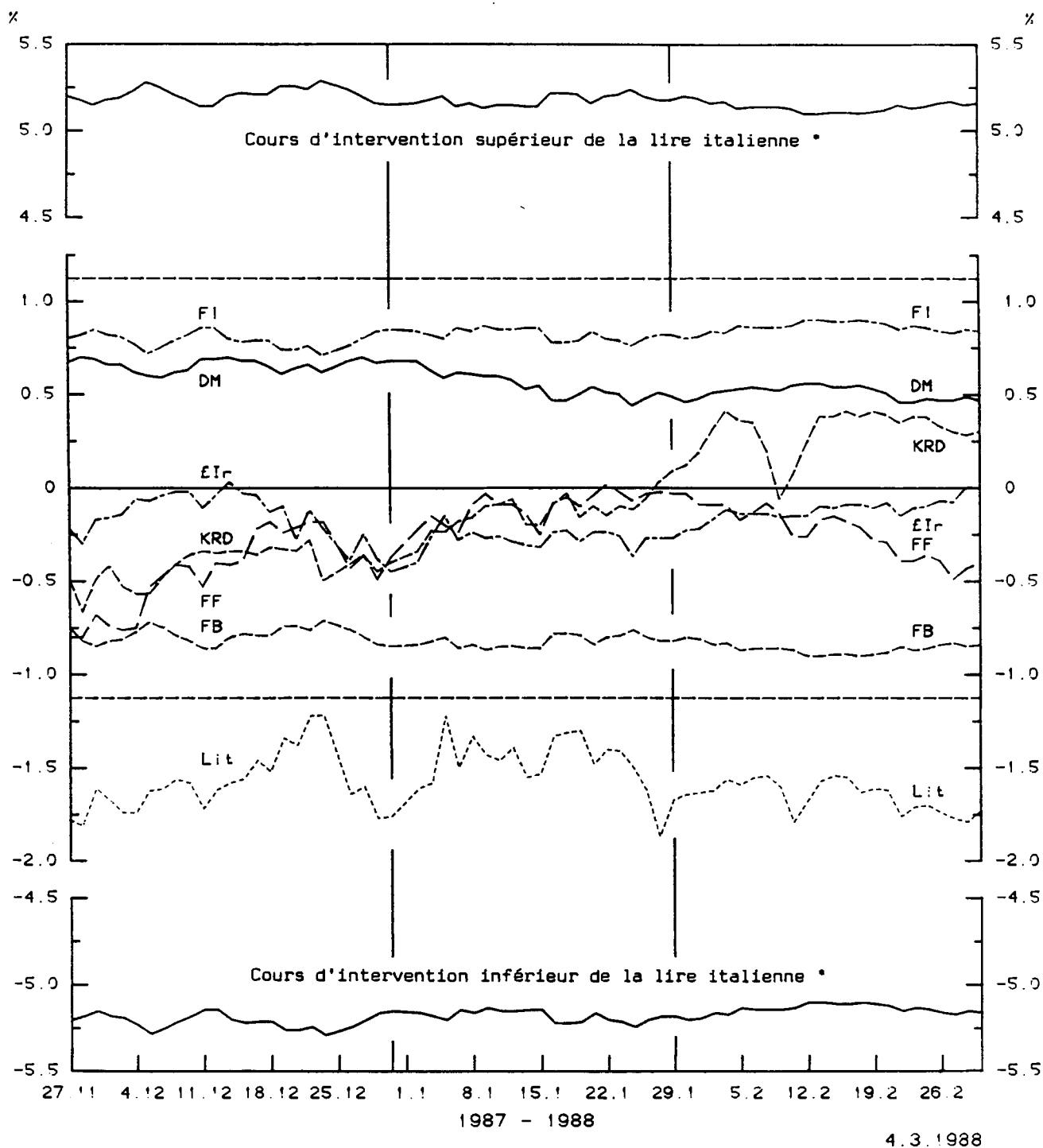
\* Voir page suivante.

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 1986 VIS-A-VIS du \$EU\*



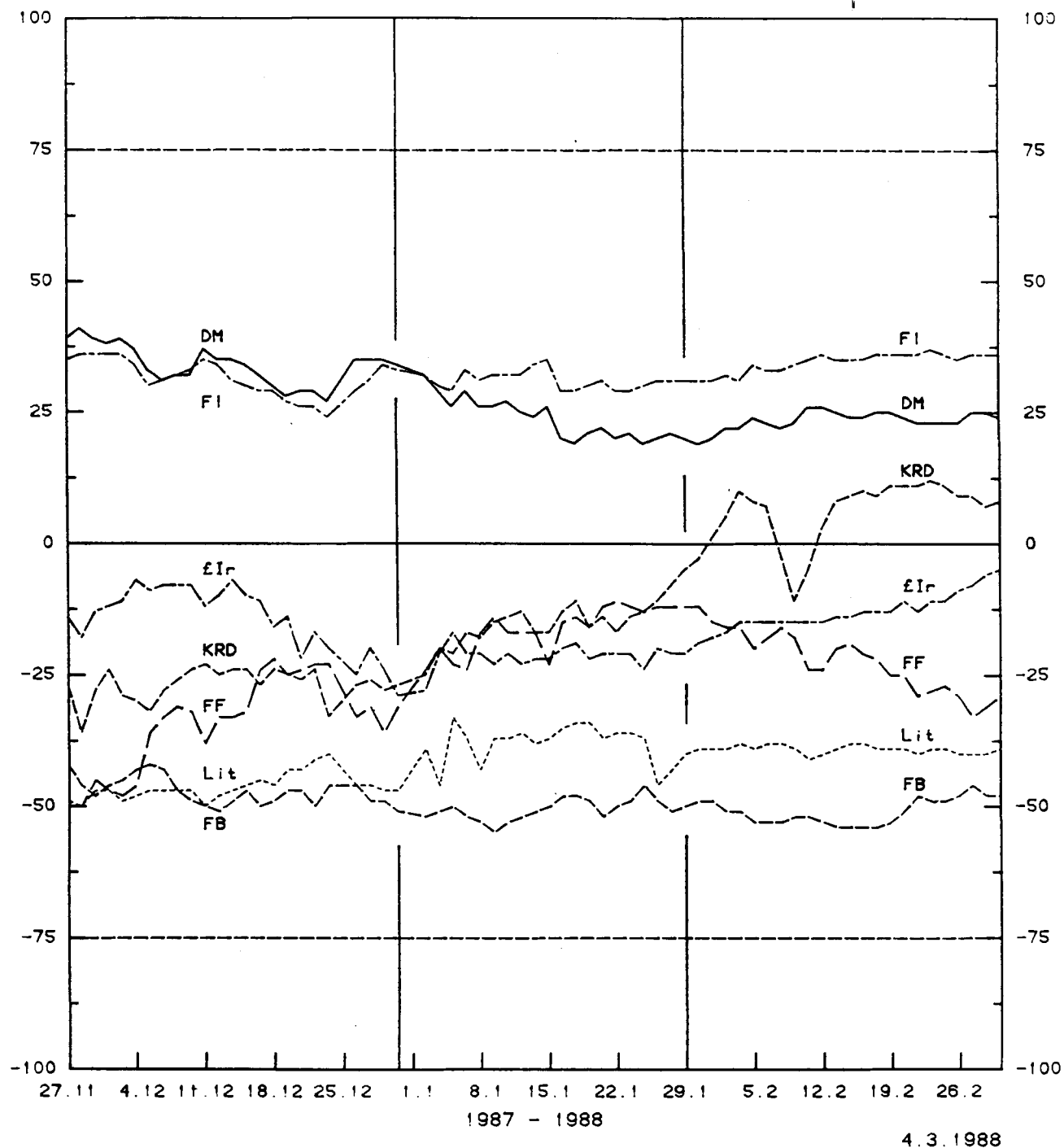
\* ECU 0,93425; £ 0,6773; DR 138,7601; PTA 131,8700; ESC 146,0995;  
FIM 4,7925; \$Can 1,3805; FS 1,6215; Yen 159,7993; KRS 6,7750; KRN 7,3975;  
Sch 13,6520; cours médian des monnaies participant au SME 0,92913. Le  
cours médian des monnaies participant au SME représente la moyenne jour-  
nalière des cours des deux monnaies à marge de fluctuation de 2,25% 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



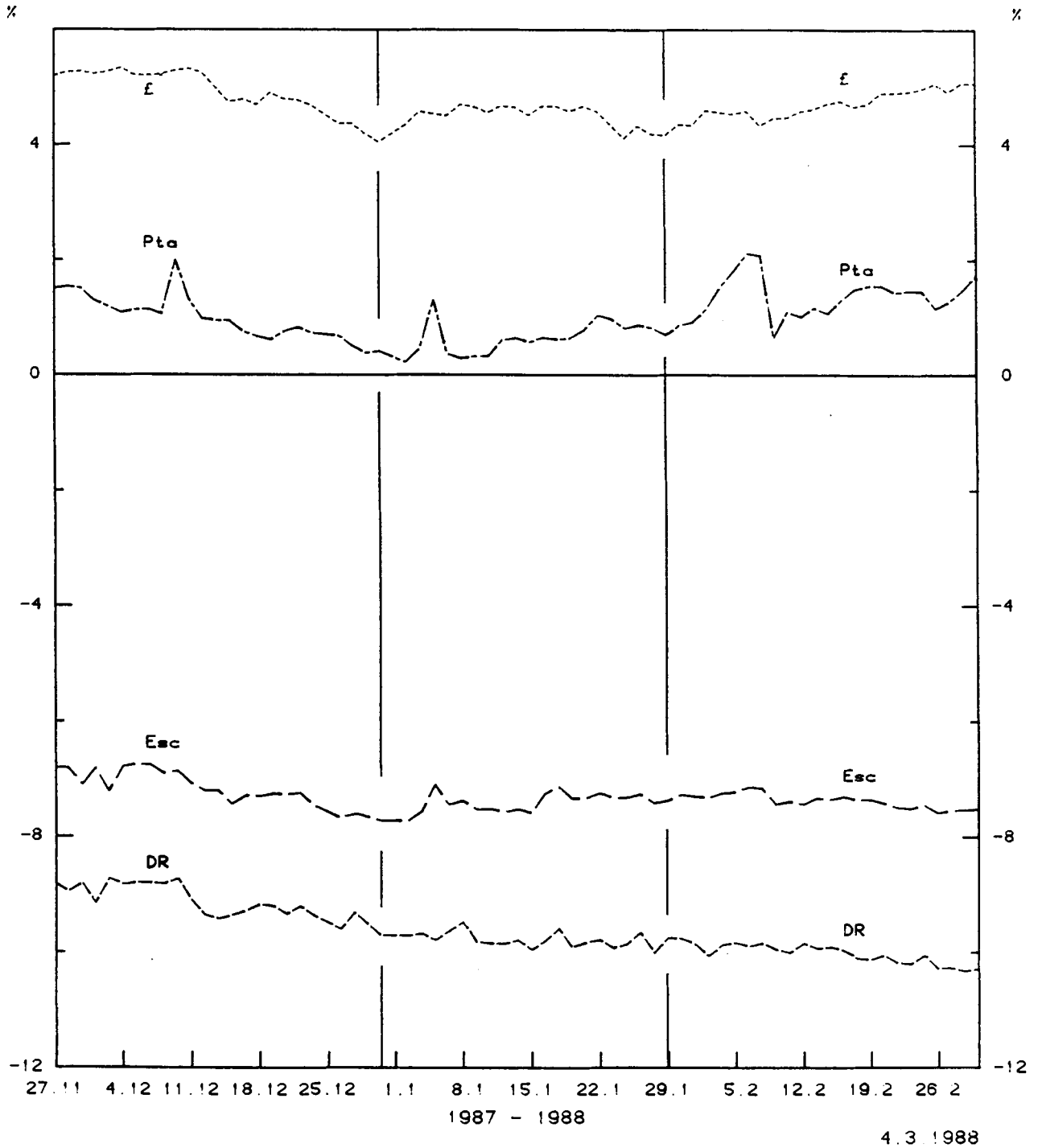
\* Les cours d'interventions supérieur et inférieur de la lire italienne représentent l'écart maximal théorique par rapport à la monnaie la plus faible respectivement la plus forte dans la bande de fluctuation étroite de 2,25%.

## EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE •



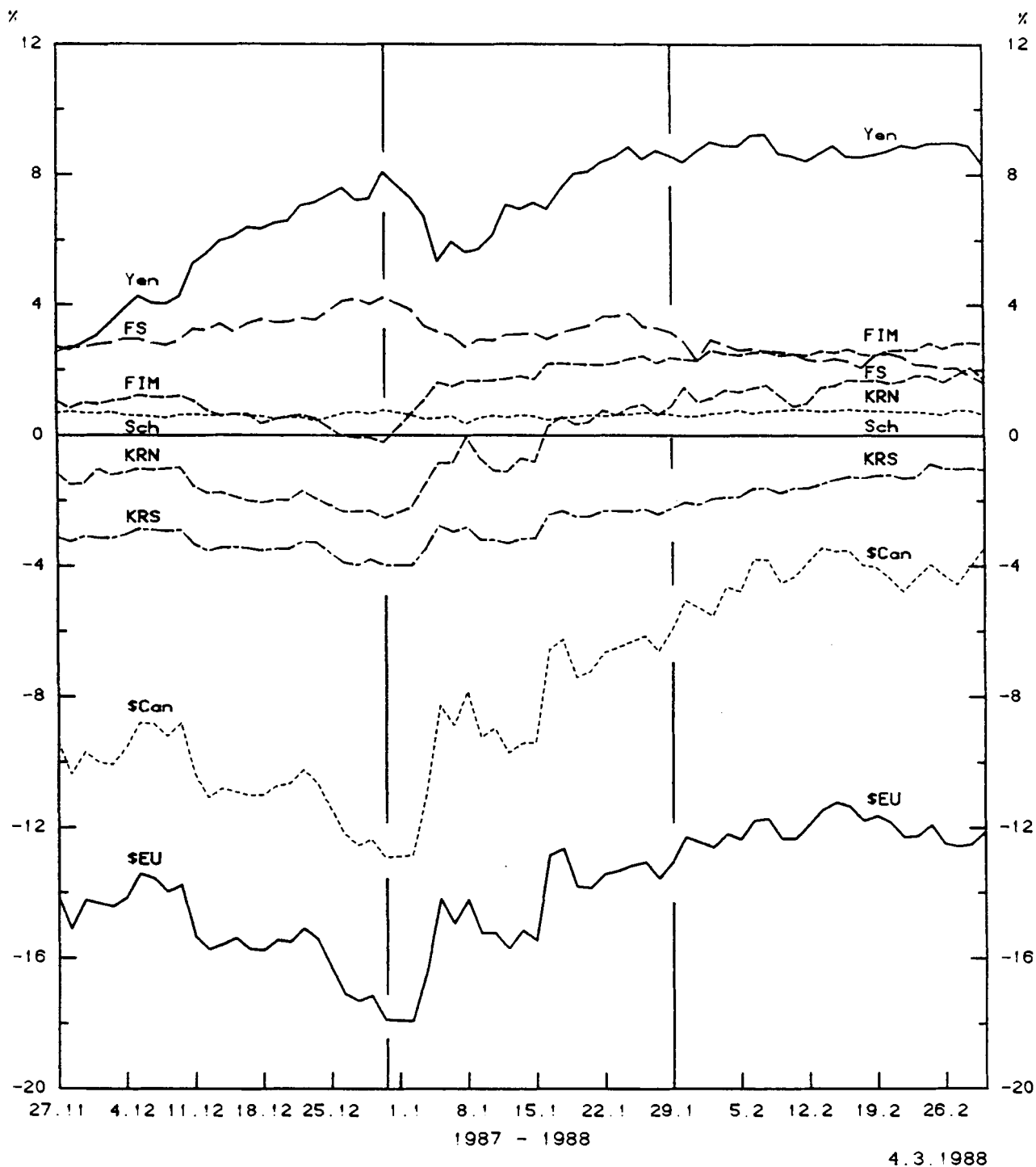
• L'indicateur de divergence a pour but de mesurer, sur une base comparable pour toutes les monnaies participant au mécanisme de change européen, la position d'une monnaie vis-à-vis de son cours-pivot ECU. L'écart maximal de divergence est le pourcentage maximal par lequel le cours de marché de l'ECU 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'ESCUDO PAR RAPPORT A L'ECU SUR LA BASE DES COURS DU MARCHE RELEVES  
LE 31 DECEMBRE 1986\*



\* £ 0,724942; DR 148,526; PTA 141,151; ESC 156,382.

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 1986\*



\* \$EU 1,07038; \$Can 1,47766; FS 1,73562; Yen 171,046; KRS 7,25181;  
KRN 7,91812; Sch 14,6128; FIM 5,12978.