

1. 1. 1.

Vertraulich
Uebersetzung

PROTOKOLL *

DER 190. SITZUNG DES AUSSCHUSSES DER PRAESIDENTEN
DER ZENTRALBANKEN DER MITGLIEDSTAATEN
DER EUROPÄISCHEN WIRTSCHAFTSGEMEINSCHAFT
BASEL, DIENSTAG, 13. NOVEMBER 1984, 10 UHR

Anwesend sind: der Gouverneur der Central Bank of Ireland und Ausschussvorsitzender, Herr Ó Cofaigh, begleitet von den Herren Breen, Reynolds und Charleton; 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, Rieke, Kloft und Häusler; der Gouverneur der Bank von Griechenland, Herr Chalikias, begleitet von den Herren Papademos und Pliatsikas; der Gouverneur der Banque de France, Herr de la Genière, begleitet von den Herren Waitzenegger und Cappanera; der Gouverneur der Banca d'Italia, Herr Ciampi, begleitet von den Herren Dini, Masera und Saccomanni; der Präsident der Nederlandsche Bank, Herr Duisenberg, begleitet von den Herren Szász, Boot, de Boer und Brockmeijer; der Gouverneur der Bank of England, Herr Leigh-Pemberton, begleitet von den Herren Loehnis und Balfour; der Generaldirektor für Wirtschaft und Finanzen der Kommission der Europäischen Gemeinschaften, Herr Russo, begleitet von Herrn Louw; der Sekretär des Währungsausschusses, Herr Kees; Herr Jaans, Generaldirektor des Luxemburgischen Währungsinstituts. 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 Mortby und die Herren Lamfalussy und Dagassan.

*Endgültige, in der Sitzung vom 11. Dezember 1984 gebilligte Fassung, die gegenüber dem Entwurf nur einige Aenderungen redaktioneller Art aufweist.

Der Vorsitzende eröffnet die Sitzung mit dem Hinweis, dass unter Punkt IV "Weitere Fragen" zwei Dinge zur Sprache kommen werden: Zum einen wird Herr Lamfalussy kurz auf die von der BIZ erstellten Statistiken über die Forderungen und Verbindlichkeiten der Geschäftsbanken in privater ECU eingehen; zum anderen wird der Vorsitzende persönlich einige Angaben zu einer Initiative des Ad-hoc-Ausschusses machen, der sich mit den institutionellen Fragen befasst und im Juni 1984 vom Europäischen Rat eingesetzt wurde.

I. Billigung des Protokolls der 189. Sitzung

Der Ausschuss billigt einstimmig das Protokoll der 189. Sitzung vom 11. September 1984 vorbehaltlich einiger Aenderungen redaktioneller Art, die im endgültigen Text berücksichtigt werden.

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

- Vorlage des Berichts über die Entwicklung auf den Devisenmärkten der an der Konzertation teilnehmenden Länder im September, Oktober und in den ersten Novembertagen 1984 durch Herrn Dalgaard;
- Verabschiedung des Ausschussberichts an die EG-Finanzminister;
- Monatsstatistiken.

A. Referat von Herrn Breen

In ihrer Sitzung am Montagmorgen haben die Stellvertreter den Bericht von Herrn Dalgaard über die redaktionellen Aenderungen, die nach Uebereinkunft der Experten am Konzertationsbericht vorgenommen wurden, zur Kenntnis genommen. Im Verlaufe der Diskussion über den Berichtsentwurf brachten die Stellvertreter vor, dass der jüngste Kursrückgang des Dollars gegenüber den EG-Währungen keine Probleme für das EWS mit sich gebracht hat. Allerdings wurde festgestellt, dass zwei Faktoren dazu beigetragen haben, dass das EWS weiterhin von Spannungen verschont blieb. Erstens

wurde durch die Abschwächung des Dollars lediglich der im September und in der ersten Oktoberhälfte zu beobachtende Kursanstieg rückgängig gemacht, so dass sich der Kurs nach wie vor auf einem Niveau befindet, das allgemein immer noch als zu hoch angesehen wird. Zweitens rechnen die Marktteilnehmer damit, dass der Dollar nur allmählich gegenüber seinem derzeitigen hohen Niveau absinkt, so dass das EWS gute Aussichten haben dürfte, nicht mit den negativen Folgen eines plötzlichen Kurseinbruchs der amerikanischen Währung konfrontiert zu werden. Dennoch erscheint es wünschenswert, die gegenwärtige Phase relativer Ruhe dazu zu nutzen, verstärkt auf wirtschafts- politische Konvergenz und auf eine Annäherung der - vor allem auf dem Gebiet der Inflation - erzielten Ergebnisse hinzuarbeiten, um so die Gefahr von Spannungen zu verringern, die im Zuge einer deutlichen Abschwächung des Dollars innerhalb des EWS auftreten könnten.

B. Diskussion des Ausschusses

Herr Gleske macht einige Ausführungen zu den Interventionen der Deutschen Bundesbank. Die im September und Anfang Oktober getätigten Dollarverkäufe hätten vermehrt die Aufmerksamkeit auf sich gezogen und einige Beobachter zu der Frage veranlasst, ob die Bundesbank ihre Interventionstaktik geändert habe. Dies sei keineswegs der Fall. Die aus verschiedenen Quellen stammenden Mittelzuflüsse, hauptsächlich in Form von Zinszahlungen, zwängen die Bundesbank, am Devisenmarkt Dollar zu verkaufen, um zu vermeiden, dass ihre Währungsreserven immer weiter anwachsen. Mit diesen Käufen sei versucht worden, die Kursschwankungen zu glätten, und ihr Volumen sei beträchtlich gewesen: US-\$ 2 Mrd. im September; allein am 21. September sei mit erheblichen Beträgen interveniert worden, was bis zu einem gewissen Grad eine Tendenzwende zur Folge gehabt habe. Seitdem sei der Dollarkurs bis zum 10. November eher rückläufig; die Deutsche Bundesbank habe nicht mehr interveniert, und ihre Dollarreserven zeigten erneut eine ansteigende Tendenz. Ausserdem hätten auch einige Partnerzentralbanken in D-Mark interveniert; dies habe im allgemeinen bewirkt, dass der Kursrückgang der D-Mark gebremst worden sei, und gelegentlich, bei DM-Verkäufen, dass sich die Abschwächung des Dollars verlangsamt habe. Wenn sich diese Abschwächung in geordneten Bahnen und allmählich

vollziehe, sollten im EWS-Kursgefüge keine allzu grossen Spannungen auftreten. So seien die Unterschiede in der Wirtschaftspolitik der einzelnen Länder des EWS mittlerweile viel geringer geworden, auch wenn hinsichtlich der wirtschaftlichen Entwicklung, vor allem in bezug auf die Inflation, die Konvergenz noch nicht gross genug sei.

Herr de la Genière teilt dem Ausschuss mit, dass die französischen Währungsbehörden zur Zeit an einer nicht unerheblichen Neugestaltung der Modalitäten der Geldpolitik arbeiteten und dass er in Kürze über das Sekretariat ein kurzes Papier über diese Frage versenden werde. Es handle sich darum, die seit 1972 in Kraft befindlichen Kreditbeschränkungen aufzuheben und zu einem System überzugehen, das in der Hauptsache auf der Beeinflussung des Zinsgefüges und der Steuerung der Bankenliquidität beruhe.

Herr Chalikias erinnert daran, dass die Bank von Griechenland im September einige Massnahmen getroffen habe, damit genügend Drachmen zur Deckung von ECU-Positionen zur Verfügung stünden. Die in Griechenland tätigen Geschäftsbanken hätten das Recht, Termineinlagen in konvertibler Drachme entgegenzunehmen und an im Ausland ansässige Finanzinstitute konvertible Drachmen zu frei zu vereinbarenden Zinssätzen auszuleihen; des weiteren seien die betreffenden Geschäftsbanken befugt, gegen konvertible Drachmen auf Termin Devisen zu kaufen und zu verkaufen. Die Nachfrage sei gedeckt worden, doch seien die Zinssätze viel höher gewesen, als man bei der Eröffnung des Marktes gedacht habe. Deshalb habe die Bank von Griechenland konvertible Drachmen zu einem Zinssatz von 26% angeboten. Jedoch hätten die Befestigung des Dollars und die Erwartungen hinsichtlich des Drachmekurses zu einem Druck auf die Drachme geführt und die Bank von Griechenland veranlasst, den Zinssatz auf 36% anzuheben. Bei diesem Zinsniveau sei die Nachfrage nach konvertiblen Drachmen zurückgegangen; ausserdem seien die entsprechenden Geschäfte strenger überwacht worden, um sicherzustellen, dass die bereitgestellten Drachmen auch tatsächlich auf den ECU-Markt geleitet würden; als Folge davon seien die Zinsen gesunken und hätten Anfang November zwischen 29,5 und 30% gelegen. Das Ausleihenvolumen habe sich verringert und betrage 50-100 Mio. Drachmen täglich, doch sei der ausstehende Betrag mit etwa 9 Mrd. viel höher als erwartet. Der Markt für konvertible Drachmen sei insofern noch immer eine Einbahnstrasse, als lediglich Darlehen an ausländische Institute vergeben

worden seien, ohne dass sich die Einlagen bei den griechischen Banken in entsprechendem Masse erhöht hätten. Dagegen seien zum ersten Mal seit Oeffnung des Terminmarkts Terminkäufe in Drachmen zu registrieren gewesen.

Der Vorsitzende stellt die Verabschiedung des Berichts, der wie üblich den Finanzministern der EG-Länder zugeleitet wird, durch den Ausschuss fest.

III. Prüfung der Vorschläge zur Stärkung des EWS auf der Grundlage des von der Expertengruppe unter dem Vorsitz von Herrn Dalgaard erstellten Berichts Nr. 54

A. Referat von Herrn Breen

Wie dem Ausschuss der Zentralbankpräsidenten bekannt ist, wurde den Finanzministern anlässlich des Treffens von Dromoland Castle in Irland am 16. September 1984 ein Zwischenbericht über Möglichkeiten der Stärkung des EWS vorgelegt. Der Bericht enthielt Hinweise auf eine mögliche Verbesserung der Voraussetzungen für die Verwendung der ECU im EWS sowie die Erklärung, dass die Studien auf diesem Gebiet fortgesetzt würden. Diese ergänzenden Studien sind in den von der Expertengruppe unter dem Vorsitz von Herrn Dalgaard erstellten Bericht Nr. 54 eingegangen. Der Bericht, der verteilt worden ist, wurde in Ausführung des vom Ausschuss der Stellvertreter erteilten Mandats erstellt, das auf Verlangen der Banque Nationale de Belgique in zweierlei Hinsicht ergänzt wurde.

Alle Stellvertreter mit einer Ausnahme sind in der Lage, dem Massnahmenpaket, wie es im Bericht Nr. 54 beschrieben ist, bestehend aus einem neuen Mobilisierungsmechanismus, einer marktorientierten Verzinsung der ECU und einer Erweiterung des Kreises der ECU-Verwender durch die Aufnahme von "sonstigen Haltern", zuzustimmen. Um zu einem Kompromiss zu gelangen, wurden einige Vorbehalte ausgeräumt, und es kam bei zwei Aspekten des Mobilisierungsmechanismus, über die noch nicht entschieden worden war, zu einem Konsensus. Es handelt sich hierbei um die folgenden zwei Punkte:

- Der den mobilisierbaren Teil der zugeteilten ECU bestimmende Multiplikator soll 1,5 betragen (s. S. 5/6 der deutschen Fassung des Berichts Nr. 54).

- Die Mobilisierungstransaktionen werden für drei Monate abgeschlossen und sind bei Anhalten der Schwierigkeiten für weitere drei Monate erneuerbar.

Ein Stellvertreter vertrat hingegen mit Nachdruck die Auffassung, dass man sich auf die Prüfung der Möglichkeiten einer Verwendung der ECU im Saldenausgleich hätte konzentrieren sollen. Folglich betonte er, dass das vorgeschlagene Massnahmenpaket, in dem die Vorschläge betreffend den Saldenausgleich in ECU fehlen, keinen Fortschritt darstellt. Würde zugesichert, dass diese Vorschläge einer wohlwollenden und konstruktiven Prüfung unterzogen würden, dann könnte dieser Stellvertreter zusammen mit den anderen Stellvertretern ein Paket befürworten, das den neuen Mobilisierungsmechanismus und eine Aufnahme "sonstiger Inhaber" in den Kreis der ECU-Verwender enthält.

Schliesslich möchte der Ausschuss der Stellvertreter darauf hinweisen, dass seine Studien über die Stärkung des EWS Bestandteil von umfassenderen Vorschlägen sind, die Bereiche betreffen, die ausserhalb der Zuständigkeit der Zentralbanken liegen. Die Mehrheit der Stellvertreter ist der Auffassung, dass die im Bericht Nr. 54 enthaltenen Vorschläge einen konkreten Fortschritt auf monetärem Gebiet darstellen; sie betonen allerdings, dass in den anderen Bereichen bisher kein reeller Fortschritt sichtbar ist.

B. Diskussion des Ausschusses

Der Vorsitzende erinnert daran, dass die Zentralbankpräsidenten im Anschluss an das informelle Treffen in Rambouillet vom Mai 1984 die Möglichkeiten einer Stärkung des EWS untersucht hätten und er Mitte September den Finanzministern im Namen des Ausschusses einen Zwischenbericht vorgelegt habe; er danke der Expertengruppe und den Stellvertretern, die sich in den Monaten, die normalerweise eher ruhig seien, sehr intensiv mit diesen Möglichkeiten befasst hätten.

Herr Godeaux dankt zunächst dem Vorsitzenden, dass er der Erweiterung des Mandats zugestimmt hat, und den Experten für den gründlichen, präzisen und konstruktiven Bericht; danach macht er die nachstehenden Ausführungen. Im Verlauf des Treffens von Rambouillet hätten die Finanzminister und die Zentralbankpräsidenten einige Punkte genannt, für die

nach Fortschritten zu suchen sei, um eine bedeutsame und ausgewogene Stärkung des EWS namentlich mittels einer Ausweitung der Verwendung der ECU zu erreichen. An dieser Willensäußerung und den beiden Kriterien "bedeutsam" und "ausgewogen" sei demnach das heute erreichte Ergebnis zu messen. Die Zentralbankpräsidenten seien sich zweifellos einig in der Feststellung, dass das EWS viel besser funktioniert habe, als zumindest einige vorausgesehen hätten. Das System habe einen wichtigen Beitrag zur Konvergenz der Wirtschaftspolitik der Partnerländer geleistet und durch seine Mechanismen nicht bremsend auf die Anpassungsbemühungen jener Länder gewirkt, wo derartige Anstrengungen besonders notwendig waren (in Belgien etwa habe es die Annahme schwieriger Sanierungsmassnahmen begünstigt). Im Juli habe sich der gemeinsame Wille, Fortschritte zu erzielen, lediglich auf die Möglichkeit des Haltens von ECU durch "sonstige Halter", die Einführung eines Mobilisierungsmechanismus und auf eine mögliche Anhebung der ECU-Verzinsung auf ein marktgerechtes Niveau bezogen. Dieser Katalog reiche nicht aus. Es handle sich nicht darum, umfangreichere und billigere Kreditlinien zu schaffen - um jeglichen Zweifel hinsichtlich ihrer Absichten entgegenzutreten, setze die Banque Nationale de Belgique ihre Rückkäufe von ECU von bestimmten Partnerzentralbanken fort -, sondern um die Erzielung eines echten Fortschritts. In diesem Sinne habe die Banque Nationale de Belgique verschiedene Massnahmen vorgeschlagen:

- eine Anhebung, und sei es auch nur symbolisch, der Annahmegrenze für ECU im Saldenausgleich; eine solche Anhebung wäre schon deshalb rein symbolischer Natur, weil von Interventionen an den Bandgrenzen immer mehr abgesehen werde;
- Einräumung der Möglichkeit, ECU zum Ausgleich der Salden aus intramarginalen Interventionen in Gemeinschaftswährungen zu verwenden;
- Zugang zur sehr kurzfristigen Finanzierung für diese Art von Interventionen.

Was die zwei letztgenannten Punkte anbelange, so gehe es nicht darum, automatisch zur Anwendung gelangende Regeln einzuführen, die eine Zentralbank verpflichten - die Deutsche Bundesbank sei hier naturgemäss wegen der Sonderstellung der D-Mark besonders betroffen -, intramarginale Interventionen in ihrer Währung zu akzeptieren. Der gemachte Vorschlag liefe vielmehr auf eine Art Vermutung oder Erwartung hinaus.

Der Bericht Nr. 54 drücke sich zu den drei Punkten sehr klar aus und stelle fest, dass eine ausgewogene Lösung hier zu finden eher eine politische als eine Expertenaufgabe sei.

Zu den diversen Vorschlägen im Expertenbericht lasse sich zusammenfassend folgendes sagen:

- Das Halten von ECU durch nicht dem EWS angehörende Zentralbanken schaffe keine Gleichgewichtsprobleme zwischen Gläubiger- und Schuldnerkandidaten, doch dieses Recht laufe Gefahr, wegen der möglicherweise geringen Anzahl von interessierten Zentralbanken von begrenzter Bedeutung zu sein.

- Der ECU-Mobilisierungsmechanismus erscheine als recht ausgewogen, denn er könne sowohl von den Schuldnerkandidaten (für einen Teil der zugeteilten ECU) wie den Gläubigern (für die Nettogläubigerposition) betätigt werden; er könnte allerdings die ECU zu einem zweit- oder dritt-klassigen Reserveaktivum machen, da zunächst Swapgeschäfte in ECU gegen Dollar abgeschlossen, danach aber die Transaktionen zur Beschaffung von Dollar sozusagen wieder aufgelöst würden.

- Die Anhebung der Verzinsung sei ohne Zweifel eine Massnahme, die die Schuldner belaste; die Berechtigung dieser Massnahme sei nicht zu bestreiten, doch müsse sie im Rahmen einer Globallösung mit einer anderweitigen Gleichgewichtskomponente ausgestattet sein.

- Der Anhebung der Annahmegrenze für ECU, sei sie auch noch so bescheiden, komme ein bedeutender symbolischer Wert zu.

- Dem in ECU vorgenommenen Ausgleich der Salden aus intramarginalen Interventionen in EG-Währungen und dem Zugang zur sehr kurzfristigen Finanzierung dieser Interventionen läge eine Vermutung zugrunde, die durch Obergrenzen konditioniert wäre und von einem bestimmten Abstand zwischen den betreffenden Währungen abhängig gemacht würde, wobei dem Erfordernis der Geldmengenkontrolle seitens der Zentralbank, deren Währung verwendet würde, Rechnung getragen werde.

Abschliessend stellt Herr Godeaux fest, dass kein Zentralbankpräsident fürs erste auf Änderungen bestehe, denn das EWS funktioniere einwandfrei. Belasse man es jedoch bei der vorgeschlagenen kleinen Lösung, so riskiere man, denkbare Verbesserungen des Systems endgültig ad acta zu legen und jeglichen Fortschritt zu verhindern. Es sei deshalb vorzuziehen, die in Rambouillet eingeleitete und in Dromoland Castle formulierte Initiative weiterzuführen und ihr Inhalt zu geben.

Herr Duisenberg bemerkt, das EWS sei viel wichtiger als die ECU, die nur eine Komponente des Systems darstelle. Eine Stärkung, des EWS könnte sich aus anderen als den die ECU betreffenden Massnahmen ergeben - aus solchen nämlich, die eher in die Zuständigkeit der Minister fielen. Was die ECU anbelange, die in die Kompetenz der Zentralbankpräsidenten falle, schlugen die Experten und die Stellvertreter ein Bündel von Massnahmen vor, das zwar sicher nicht den ursprünglichen Präferenzen der einzelnen Zentralbanken entspreche, jedoch ausgewogen sei. Es wäre sehr bedauerlich, wenn die Zentralbankpräsidenten nicht in der Lage wären, auf einem begrenzten Gebiet wie dem der ECU eine ausgewogene Lösung vorzulegen, wobei davon ausgegangen werde, dass es anschliessend Aufgabe der Finanzminister sei, sich ihrerseits über ein weiteres Massnahmenpaket, das einen benachbarten Bereich betreffe, zu einigen, damit eine umfassende Verbesserung des EWS erreicht werden könne.

Herr de la Genière äussert sich ebenfalls zustimmend zu den drei Massnahmen, die er als begrenzten Fortschritt im Sinne einer besseren Akzeptanz der ECU ansieht. So würde die Verzinsung jener der ECU-Korbwährungen angeglichen, und die Mobilisierung würde es möglich machen, für zugeteilte oder angesammelte ECU Interventionsmittel zu erhalten. Diese bestünden natürlicherweise aus Dollar, denn der EFZW halte solche, ebenso wie aus Gemeinschaftswährungen. Hinsichtlich dieses Punktes habe der Bericht Nr. 54 in geeigneter Weise die ursprünglichen Vorschläge ergänzt und dabei jenen Zentralbanken, die ihre Währung bereitstellen sollen, die Möglichkeit erhalten, Einspruch zu erheben, wenn wesentliche geldpolitische Interessen auf dem Spiel stünden. Die Banque de France hätte zunächst andere Massnahmen wie die Anhebung der Zahlungsquote unterstützt, habe dann jedoch angesichts der Schwierigkeiten, zu einer Einigung zu gelangen, den Vorschlag eines Mobilisierungsmechanismus gutgeheissen; sie habe ebenfalls gehofft, den Saldenausgleich in ECU und den Zugang zur sehr kurzfristigen Finanzierung für intramarginale Interventionen in Gemeinschaftswährungen in das Massnahmenpaket aufnehmen zu können; über diese zwei Punkte seien indes die Auffassungen zu geteilt gewesen, als dass man, für den Augenblick jedenfalls, auf eine Einigung hoffen könne.

Herr de la Genière ist der Auffassung, dass im Falle einer Einigung über alle drei Massnahmen diese heute formell festgestellt werden sollte. Darüber hinaus könnten die Zentralbankpräsidenten deutlich

machen, dass die anderen Punkte nicht endgültig in der Versenkung verschwänden, sondern zu einem späteren Zeitpunkt wieder aufgegriffen werden könnten.

Herr Pöhl dankt der Expertengruppe für ihre sehr gelungene Arbeit, auch wenn die Lektüre des Berichts Nr. 54 wegen der Vielschichtigkeit des Gegenstands nicht immer leicht gewesen sei. Die Gesamtheit der vorgeschlagenen Massnahmen stelle zwar sicherlich nur einen Kompromiss zwischen den ursprünglichen unterschiedlichen Präferenzen dar, doch erscheine sie als gut durchdacht und ausgewogen, so dass die Zentralbankpräsidenten sie annehmen könnten. Es sei auch wünschenswert, nach den jüngsten inhaltenden Antworten an die Finanzminister nicht weiter auf Zeit zu spielen, um nicht das Risiko einzugehen, der Zuständigkeit für Fragen der Verwaltung des EWS verlustig zu gehen. Natürlich müsse das Hauptziel sein, die operationellen Fähigkeiten des Systems und nicht allein die Voraussetzungen für die Verwendung der ECU zu verbessern. Diesbezüglich habe die Erfahrung gezeigt, dass sich das Instrument der intramarginalen Interventionen als nützlicher erwiesen habe, als man ursprünglich annehmen konnte; es habe die erforderlichen Anpassungsmassnahmen nicht verhindert und vielleicht eine Begrenzung des Einsatzes von Reserven ermöglicht. So hätten die Interventionen in D-Mark seit mehreren Monaten den Kursrückgang der deutschen Währung gebremst und zuweilen auch den Dollarkurs im Allgemeininteresse des EWS beeinflusst. Aus dieser positiven Haltung heraus betrachte die Deutsche Bundesbank die intramarginalen Interventionen in Gemeinschaftswährungen, und sie sehe die Mobilisierung von ECU gegen Dollar und auch gegen EWS-Währungen nur als einen ersten Schritt in eine Richtung, über die weiter nachgedacht werden könne.

Der Grundsatz einer marktgerechten Verzinsung der ECU sei unabweisbar und sogar von den Finanzministern im September in Irland anerkannt worden; er sei untrennbar mit dem Ziel einer umfassenderen Verwendung der ECU nicht nur innerhalb, sondern auch ausserhalb des EWS verbunden - unter Einbeziehung "sonstiger Halter", für die der Zinssatz ein wichtiger Gesichtspunkt sei.

Die Deutsche Bundesbank sei bereit gewesen, die Annahmegrenze für die ECU im Austausch gegen einen Schutz vor einer unbegrenzten Anhäufung von ECU aufzuheben. Das Ausbleiben einer Einigung über diesen

Punkt dürfte indes nicht zu einem Hindernis für die Einigung der Gouverneure über das vorgeschlagene Minimalpaket werden. Ferner wäre es sehr bedauerlich, wenn die Bank of England dieser Vereinbarung fernbliebe - insbesondere dem Mechanismus zur Mobilisierung der ECU, da sie ja am Mechanismus zur Schaffung der ECU teilnehme.

Herr Ciampi dankt den Experten für die äusserst nützliche Arbeit, die sie während der letzten Monate geleistet haben. Der Mobilisierungsmechanismus müsste den Liquiditätsgrad der ECU steigern und das EWS vermehrt in die Lage versetzen, einen guten Zusammenhalt zwischen den Partnern zu gewährleisten; er sei für unvorhersehbare Schocks auf den Devisenmärkten gedacht, und nicht als ein normales Instrument zur Finanzierung der Zahlungsbilanz. Ohnehin würde sein reibungsloses Funktionieren, wie die mit dem EWS gemachten Erfahrungen gezeigt hätten, sehr viel mehr von der Zusammenarbeit zwischen den Zentralbanken und weniger von der Anzahl und Detailliertheit der geltenden Regeln abhängen. Der Multiplikator 1,5 erscheine angemessen und könnte im Lichte der gemachten Erfahrungen in beiden Richtungen revidierbar sein. Eine an den Marktbedingungen orientierte Verzinsung der ECU und das Vorsehen "sonstiger Halter" können die Attraktivität und Qualität der ECU nur verbessern. Die Banca d'Italia sei gegenüber den Argumenten von Herrn Godeaux aufgeschlossen und habe selbst in der Vergangenheit ähnliche Vorschläge vorgetragen. Indessen komme der Mobilisierungsmechanismus, wenn auch nur in begrenztem Umfang und vorübergehend, dem belgischen Anliegen entgegen, indem er die Verwendung der Gemeinschaftswährungen für intramarginale Interventionen zulasse. Ausserdem könnte der Punkt der intramarginalen Interventionen, wie die Herren de la Genière und Pöhl ausgeführt hätten, zu einem späteren Zeitpunkt wieder aufgegriffen werden. Folglich spreche er sich für eine Einigung über das drei Komponenten enthaltende Paket aus, das alles in allem einen bedeutsamen Fortschritt für das EWS darstelle.

Herr Loehnis erklärt in Beantwortung der Frage von Herrn Pöhl, er könne bestätigen, dass die Bank of England grundsätzlich den Mobilisierungsmechanismus befürworte, sich ihre Position hinsichtlich einer Teilnahme jedoch vorbehalten müsse. Solange das Pfund Sterling nicht am Wechselkursmechanismus teilnehme, solange könne die Bank of England keine ECU ansammeln und nur einen Teil der ihr zugeteilten ECU mobilisieren, während sie sich andererseits dazu verpflichten müsste, sämtlichen Mobili-

sierungsersuchen der Partner zu entsprechen. Wie dem auch sei, für die Grundsatzentscheidung in diesem Bereich sei das Schatzamt zuständig, da es Eigentümer der Währungsreserven sei, und diese könnte vor der Tagung des Rates der Wirtschafts- und Finanzminister getroffen werden.

Herr Russo erinnert daran, dass Herr Ortoli im September betont habe, das EWS sei trotz seines reibungslosen Funktionierens störanfällig, und eine Festigung des Vertrauens in das System sei nicht nur angezeigt, sondern erforderlich. Eine solche Festigung erscheine auf der Grundlage der drei vorgeschlagenen Massnahmen möglich, wobei eine Einigung über diesen begrenzten Komplex keine Festlegung für die Zukunft bedeute und nicht hindere, zu einem späteren Zeitpunkt auf anderen Gebieten wie beispielsweise den intramarginalen Interventionen Beschlüsse zu fassen.

Herr Chalikias zeigt sich den von Herrn Godeaux vorgebrachten Vorbehalten gegenüber aufgeschlossen, die vorgeschlagenen Aenderungen vor allem bezüglich einer verbesserten Verwendung der ECU als Saldenausgleichsinstrument seien gering. Gleichwohl dürfe das Nichtzustandekommen einer Einigung über weitergehende Massnahmen nicht dazu führen, dass ein Konsensus über das Dreierpaket, das punktuelle, aber gleichwohl merkliche Verbesserungen der Voraussetzungen für die Verwendung der ECU beinhalte, ausgeschlossen würde.

Herr Hoffmeyer spricht sich für das Kompromisspaket aus drei Komponenten aus. Er erinnert daran, dass über intramarginale Interventionen in Gemeinschaftswährungen seit vielen Jahren lange vor Errichtung des EWS diskutiert werde und dass einige ablehnende Haltungen, beispielsweise die deutsche, eine deutliche Entwicklung durchgemacht hätten und nachgiebig und aufgeschlossen gegenüber sinnvollen und zweckmässigen Aktionen geworden seien. Der Mobilisierungsmechanismus stelle nur einen kleinen Schritt im Bereich der intramarginalen Interventionen dar, doch sei damit nicht ausgeschlossen, dass andere später in dem von Verständnis und Zusammenarbeit geprägten Klima, wie es jetzt in diesem Bereich bestehe, nachfolgen würden.

Herr Jaans ist der Ansicht, dass die drei vorgeschlagenen Massnahmen den Status der ECU als Reserveaktivum, aber nicht deren Status als direktes Saldenausgleichsinstrument verbessern. Bei diesem letzten Punkt gebe es demnach keinen Fortschritt, wie im übrigen auch nicht hinsichtlich einer Verengung der erweiterten Schwankungsmarge der Lira

und einer Teilnahme des Pfund Sterling am Wechselkursmechanismus. Trotz dieser Mängel sei es sinnvoll, die drei vorgeschlagenen Massnahmen zu verwirklichen, insbesondere um zu verhindern, dass den Zentralbankpräsidenten dieser Aufgabenbereich aus der Hand genommen werde.

Der Vorsitzende stellt fest, dass das aus drei Komponenten bestehende Massnahmenpaket, von einem Vorbehalt fürs erste abgesehen, positiv bewertet wird. Ferner sei hervorgehoben worden, dass es besser sei, auf diesem Gebiet zum Abschluss zu kommen und Fortschritte melden zu können, als die Initiative an die Minister abzugeben. Herr Godeaux habe das Massnahmenbündel nicht als inakzeptabel bezeichnet, sehe jedoch die Gefahr, dass bei dessen Annahme der gesamte Fragenkomplex als abgeschlossen betrachtet werden könnte. Er wünschte deshalb eine Zusicherung, dass in bezug auf die unerledigten Punkte künftig weitere Initiativen möglich seien und effektiv ergriffen würden. Nun habe es bei diesen Fragen Anzeichen guten Willens gegeben, die es vielleicht möglich machen könnten, die Vorbehalte zu überwinden und das Drei-Komponenten-Paket mit dem Hinweis zu präsentieren, dass bezüglich der intramarginalen Interventionen in Gemeinschaftswährungen die Praktiken, die sich entwickelt hätten, wichtiger seien als die Regeln und dass jene Praktiken noch verbessert werden könnten.

Herr Godeaux räumt ein, dass gemessen an den beiden Kriterien "signifikant" und "ausgewogen" zwei Vorschläge annehmbar seien: Das Halten von ECU durch Dritte sei ausgewogen, und ihm komme eine zwar begrenzte, aber durchaus nennenswerte Bedeutung zu; desgleichen schaffe der Mobilisierungsmechanismus trotz der Gefahr, ein negatives Zeichen zu setzen - nämlich in der Bedeutung, die ECU sei kein Interventionsinstrument -, echte Möglichkeiten und ein Gleichgewicht zwischen Schuldner und Gläubigern. Demgegenüber sei eine höhere Verzinsung der ECU zwar grundsätzlich nicht zu beanstanden, doch wirke sie sich allein für die Banque Nationale de Belgique als zusätzliche Belastung aus. Es sei deshalb nur natürlich, dass die belgische Notenbank von einem Nachgeben in diesem Bereich besseren Gebrauch machen möchte und es vorziehe, in der Frage des erörterten Massnahmenkatalogs zu keinem Abschluss zu kommen.

Herr Duisenberg sieht einen engen Zusammenhang zwischen den drei Komponenten des Pakets, beispielsweise zwischen der Verzinsung und dem Halten von ECU durch Dritte, was man sich nur schlecht vorstellen

könne, wenn die Verzinsung weiterhin von den Marktkonditionen abgekoppelt bleibe. Man könnte jedoch einerseits die Einigung der Zentralbankpräsidenten über diese drei Punkte bekanntgeben und andererseits formell festhalten, dass eine Zentralbank sich das Recht vorbehalte, auf andere Punkte, namentlich die intramarginalen Interventionen in Gemeinschaftswährungen, zurückzukommen.

Herr Pöhl gibt Herrn Godeaux gegenüber zu bedenken, dass zwar die Banque Nationale de Belgique im Rahmen des neuen Konzepts der ECU-Verzinsung einen höheren Zinssatz zu zahlen hätte, die Deutsche Bundesbank aber seit den Anfängen des EWS aufgrund des geltenden Vorzugszinses auf bedeutende Beträge (zwischen DM 80 und 100 Mio. pro Jahr) verzichtet habe. Eine Verzinsung der ECU zu Marktbedingungen sei erforderlich, um dieses Instrument nicht nur für die Zentralbanken der Gemeinschaft (einschliesslich der nicht am Wechselkursmechanismus teilnehmenden), sondern auch für etwaige "sonstige Halter" attraktiver zu machen.

Er schlage deshalb vor, an dem drei Bestandteile enthaltenden Massnahmenpaket festzuhalten, wobei man stillschweigend davon ausgehe, dass die anderen möglichen Verbesserungen, namentlich die intramarginalen Interventionen in Gemeinschaftswährungen, deren Praxis sich im Laufe der letzten Jahre so positiv entwickelt habe, nicht als erledigt betrachtet würden.

Der Vorsitzende nimmt die positive Haltung der Deutschen Bundesbank zur Kenntnis und regt an, ausdrücklich den Zeitpunkt festzuhalten, zu dem diese Fragen im Jahresverlauf 1985 wieder aufgegriffen würden.

Herr Pöhl zieht es vor, kein genaues Datum für ein erneutes Eingehen auf diese Fragen festzulegen; die Zentralbankpräsidenten könnten jederzeit bei Bedarf und im Lichte der gemachten Erfahrungen auf diese Fragen zurückkommen und würden dies mit Sicherheit tun, wenn die ECU aufgrund ihrer grösseren Attraktivität stärker in Umlauf sei. Hingegen wäre es schwierig, eine neue Entwicklung mit der erforderlichen Dynamik einzuleiten, wenn es heute zu keiner Einigung komme.

Herr de la Genière äussert sich dahingehend, dass kein Zentralbankpräsident gezwungen sei, einen Schritt vorwärts zu tun, d.h. den Mobilisierungsmechanismus oder die Anpassung der ECU-Verzinsung an die Marktbedingungen zu akzeptieren. Von verschiedenen Standpunkten ausgehend habe jeder den Schritt getan, den er machen zu können glaubte, wobei es

gegenwärtig als schwierig erscheine, einen Konsensus unter Ausklammerung der Verzinsung zu finden. Es sei andererseits klar, dass die Zentralbankpräsidenten untereinander keinen Druck ausüben könnten und dies auch nicht wollten. Die Banque de France räume für ihren Teil ein, dass das Massnahmenpaket keinen sehr grossen Fortschritt darstelle; sie wünsche gleichwohl, dass man die Einigung über die drei Punkte des Pakets feststelle, und sei bereit, zu einem späteren Zeitpunkt, vielleicht in den nächsten Monaten, auf die ECU-Zahlungsquote und den Saldenausgleich sowie die Finanzierung der intramarginalen Interventionen in Gemeinschaftswährungen zurückzukommen.

Der Vorsitzende drückt die Hoffnung aus, Herr Godeaux könne sich die von Herrn de la Genière dargelegte Position zu eigen machen und sei auch für die Äusserungen von Herrn Pöhl bezüglich einer positiven Haltung gegenüber intramarginalen Interventionen in Gemeinschaftswährungen empfänglich sowie der Tatsache gegenüber aufgeschlossen, dass deren zunehmende Häufigkeit dafür Sorge, dass diese Frage von den Zentralbankpräsidenten nicht vergessen werde.

Herr Godeaux räumt ein, dass zwischen allen drei Bestandteilen des Pakets ein Zusammenhang bestehe, und vor allem, dass es sehr schwer wäre, "sonstige Halter" zu überzeugen, ein Aktivum (die ECU) zu erwerben, das nicht eine Verzinsung aufwiese, die jener anderer Aktiva vergleichbar sei. Das Grundproblem liege jedoch woanders. Es gehe darum, Voraussetzungen zu finden, unter denen das EWS einen echten Fortschritt erzielen könne; ausserdem stelle sich aus taktischer Sicht beispielsweise die Frage, ob das Nichtzustandekommen einer Einigung zwischen den Zentralbankpräsidenten von den Ministern und der Öffentlichkeit wirklich als Fehlschlag gewertet würde. Dies sei natürlich Ansichtssache, doch könnte man eine Fortsetzung der Prüfung des Fragenkomplexes nur schwerlich als eine Niederlage deuten, denn es bestehe keine Verpflichtung, heute oder im Dezember zu einem Abschluss zu kommen. Hingegen müssten natürlich die Zentralbankpräsidenten ihre Zuständigkeit auf diesem Gebiet wahren, auch wenn einige Aspekte direkt die Finanzminister angehen könnten, denn beispielsweise verringere eine Anhebung der Verzinsung der ECU den Gewinn der Banque Nationale de Belgique, der in seiner Gesamtheit an das Finanzministerium ausgeschüttet werde. Wenn der Ausschuss gleichwohl einen sofortigen Schritt für unbedingt notwendig erachte, so könne man eine Art "grand fathering" erwägen, d.h.

dass die neue ECU-Verzinsung auf künftige Kummulierungen Anwendung fände, während bei den alten nach den herkömmlichen Regeln verfahren würde.

Herr Duisenberg erklärt, dass das von Herrn Godeaux angeregte Grand-fathering-Verfahren den Nachteil hätte, dass in den Bilanzen der Zentralbanken zwei Kategorien von ECU ausgewiesen würden. Das gleiche Resultat könne erzielt werden, indem man eine Uebergangsperiode von sechs Monaten oder einem Jahr für den neuen Verzinsungsmodus vorsähe.

Herr Pöhl erklärt sich ebenfalls zu Kompromissen bereit, hält jedoch die Vorschläge von Herrn Godeaux und von Herrn Duisenberg nicht wert, diskutiert zu werden, denn bei dem in Frage stehenden Betrag handle es sich lediglich um rund ECU 10 Mio. für ein Jahr. Die Zentralbankpräsidenten sollten entweder heute das Paket in seiner vorgeschlagenen Form verabschieden oder die Diskussion am 11. Dezember wiederaufnehmen, dann jedoch gegenüber den Ministern am 10. Dezember erklären, dass sie sich über letztlich zweitrangige Fragen nicht einigen konnten.

Der Vorsitzende bestätigt, dass die Sitzung des Ausschusses im Dezember in der Tat unmittelbar nach jener der Finanzminister stattfindet. Wenn man sich also heute nicht einigt, so bleibe dem Ausschussvorsitzenden nur, einen Bericht vorzulegen, der sich auf die Aussage beschränke, die Probleme würden weiter geprüft. Ein solcher Bericht wäre sehr negativ und würde nicht den Mühen und Arbeiten gerecht, die seit September unternommen worden seien. Hinzu komme, dass zwar rein technisch gesehen nicht die Gefahr bestehe, dass den Zentralbankpräsidenten die Angelegenheit aus den Händen genommen werde, da die Prüfung dieser Frage in ihre Zuständigkeit falle, jedoch das politische Risiko, dass die Minister die Zentralbankpräsidenten für das Ausbleiben eines Fortschritts verantwortlich machen.

Herr Godeaux bekräftigt, dass er für einen Aufschub oder eine Fortsetzung der Prüfung der Angelegenheit sei. Er fügt hinzu, dass die Verzinsung nicht das Hauptproblem sei, zumal die Nettoschuldnerposition der Banque Nationale de Belgique in ECU von einem Höchstbetrag von nahezu ECU 3 auf unter 1,2 Mrd. am 12. November 1984 zurückgeführt worden sei. Es gehe im wesentlichen darum, bedeutsame und ausgewogene Fortschritte zu erzielen, die nicht nur die offizielle ECU, sondern auch andere Gebiete beträfen, mit denen sich der Währungsausschuss demnächst erneut befassen werde.

Als Antwort auf Aeusserungen des Vorsitzenden und von Herrn Russo hinsichtlich einer möglichen Aenderung der Position der Banque Nationale de Belgique in einigen Tagen oder nach der Sitzung des Währungsausschusses am 20. November betont Herr Godeaux, dass für den Diskussionsgegenstand "offizielle ECU" die Zentralbankpräsidenten und nicht die Finanzminister Kompetenz hätten; er wolle nicht ausschliessen, dass es im Währungsausschuss Fortschritte geben werde, doch erscheine es ihm als wenig wahrscheinlich, dass sie für eine Positionsänderung ausreichen.

Der Vorsitzende schliesst die Diskussion mit der Bemerkung, dass er den Zentralbankpräsidenten den Entwurf eines mündlichen Berichts an die Finanzminister zuleiten werde. Dieser Bericht sollte so positiv wie möglich ausfallen; er werde Gegenstand des üblichen schriftlichen Zustimmungsverfahrens sein, wobei Aenderungen vorbehalten blieben, sollten nach der Fertigstellung neue wichtige Gesichtspunkte auftauchen.

IV. Weitere Fragen innerhalb der Zuständigkeit des Ausschusses

BIZ-Statistiken über Forderungen und Verbindlichkeiten der Banken in privater ECU

Herr Lamfalussy teilt dem Ausschuss mit, dass die BIZ seit mehreren Monaten von den Zentralbanken, genauer gesagt den berichtenden Banken, mehr oder weniger präzise Meldungen über Forderungen und Verbindlichkeiten der Banken in ECU erhält. Zwei den Zentralbankpräsidenten in der Sitzung ausgehändigte Tabellen enthalten die Zahlen per Ende Dezember 1983 sowie per Ende März und Ende Juni 1984. Zu diesen Tabellen sind die drei folgenden Bemerkungen vorzuschicken:

- die Tabellen sind als absolut vertraulich zu behandeln;
- sie unterscheiden sich aufgrund nachträglicher Aenderungen von denen, die den Stellvertretern am Montag, dem 12. November, übergeben wurden;
- sie sind für operationelle Zwecke und mit Vorsicht zu verwenden, da die statistischen Angaben Schätzwerte enthalten und somit nicht absolut sicher sind.

Vier wesentliche Fakten gehen aus diesen Tabellen hervor:

- das äusserst schnelle Wachstum des ECU-Marktes: die Forderungen der Banken haben sich zu konstanten Wechselkursen gerechnet innerhalb von sechs Monaten um rund 80% erhöht;
- gemessen am Gesamtvolumen, das auf der Seite der Forderungen bedeutender ist als auf der Seite der Verbindlichkeiten, nimmt dieser Markt die fünfte Stelle hinter den Märkten für Eurodollar, Euro-DM, Euroschweizerfranken und Euroyen ein;
- der beherrschende Anteil der Interbankgeschäfte, was typisch für den Euromarkt ist;
- die gewichtige Rolle der Kredite im Geschäft gegenüber Nichtbanken.

Herr Lamfalussy fügt hinzu, dass die BIZ diesen ECU-Markt weiter beobachten wird, und er hofft, in einigen Monaten einen etwas interessanteren und vollständigeren Bericht vorlegen zu können.

Ad-hoc-Ausschuss für institutionelle Fragen

Der Vorsitzende teilt den Zentralbankpräsidenten mit, dass der genannte Ausschuss, dem Herr Dooge vorsitzt, an ihn und an den Vorsitzenden des Währungsausschusses herangetreten ist, um von beiden Informationen über das EWS und die monetäre Integration zu erhalten. Bei diesem ersten Kontakt sei es bis jetzt geblieben; sollte er zu einem späteren Zeitpunkt offiziell fortgesetzt werden, würden die Zentralbankpräsidenten konsultiert, um den Vorsitzenden des Ausschusses in die Lage zu versetzen, eine gemeinsame Sicht der Dinge gegenüber dem Dooge-Ausschuss vorzutragen.

V. Zeit und Ort der nächsten Sitzung

Die nächste Sitzung findet am Dienstag, dem 11. Dezember 1984, um 10.00 Uhr in Basel statt.

Ausschuss der Präsidenten
der Zentralbanken der Mitgliedstaaten
der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft

13. November 1984

Vertraulich

Uebersetzung

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

SEPTEMBER UND OKTOBER 1984

Der vorliegende Bericht gibt einen Ueberblick über die Entwicklung auf den Devisenmärkten der Länder der an der Konzertation beteiligten Zentralbanken* und über deren Interventionen im September, Oktober und in den ersten Novembertagen 1984.

I. ENTWICKLUNG DER WECHSELKURSE

In den Monaten September und Oktober zeigten sich auf den Devisenmärkten folgende Haupttendenzen:

- starke Schwankungen des US-Dollars, der neue Höchststände erreichte und per saldo gegenüber den meisten europäischen Währungen besonders kräftig zulegen konnte;
- Vergrößerung des engen Kursbandes, jedoch Fortbestehen der Stabilität innerhalb des EWS;
- eine Schwäche des Pfund Sterling, der Drachme und der norwegischen Krone gegenüber den EWS-Währungen;
- eine leichte Abschwächung des Yen und des kanadischen Dollars gegenüber dem US-Dollar.

Im September und Oktober gewann der US-Dollar gegenüber den europäischen Währungen per saldo etwa 5% und gegenüber dem japanischen

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

Yen und dem kanadischen Dollar 1,5%. Mitte September und erneut Mitte Oktober erreichte der US-Dollar Kurse, die in vielen Fällen neue Höchststände markierten. Die kurzfristigen Kursschwankungen waren ausgeprägter als gewöhnlich und betruhen zuweilen mehr als 2% von einem Tag auf den anderen. Bis Mitte September erfuhr der Dollar aufgrund der Tatsache, dass sich das Wachstum in den USA fortsetzte, während sich gleichzeitig die Teuerung nicht beschleunigte, eine anhaltende Höherbewertung. Erwartungen, Präsident Reagan werde wiedergewählt, trugen ebenfalls zu dieser freundlichen Tendenz bei, die noch dadurch verstärkt worden sein könnte, dass man der Auffassung war, die im Rahmen des Schuldenabkommens mit Mexiko vereinbarte Währungskonversion werde die Nachfrage nach Dollar verstärken. Dem Vernehmen nach war, sogar als die US-Zinsen nachgaben, eine lebhafte mit Portfolioinvestitionen und kommerziellen Transaktionen in Zusammenhang stehende Dollarnachfrage zu registrieren. In der Folge schwankte der Dollar aufgrund unerwarteter Dollarverkäufe von Zentralbanken, insbesondere der Deutschen Bundesbank, unregelmässig auf niedrigerem Niveau. Die Währungsbehörden der USA ihrerseits kauften im September und Oktober, wenn der Dollarkurs anstieg, in gewissem Umfang D-Mark an. In den letzten beiden Oktoberwochen wurde der sich beschleunigende Rückgang der Zinssätze in den USA zum wichtigsten Bestimmungsgrund für die Abschwächung des Dollars.

Innerhalb des EWS herrschte weiterhin Ruhe, doch hat sich die Ausdehnung des engen Kursbandes vor allem infolge der deutlichen Befestigung der dänischen Krone von 0,7 auf 1,2% vergrössert. Die D-Mark, der französische Franc und der niederländische Gulden blieben nahe an ihren bilateralen Paritäten. Wie schon in den vorangegangenen Monaten profitierte die D-Mark von erheblichen intramarginalen Interventionen von seiten anderer EWS-Mitglieder.

Ferner sei noch einmal darauf hingewiesen, dass am 17. September gemäss der Entschliessung des Europäischen Rates vom 5. Dezember 1978 die Zusammensetzung der ECU geändert wurde; bei dieser Gelegenheit wurde die griechische Drachme in den Währungskorb einbezogen.

Die D-Mark schwächte sich gegenüber dem Dollar ab, obwohl sich das Zinsgefälle verringerte. Mitte September erreichte der Dollar seinen höchsten Stand seit Januar 1973. Dabei wurden die täglichen Kursausschläge immer hektischer. Angesichts dieser Situation entschloss sich die Bundes-

bank, dieser einseitigen Hausseorientierung durch Dollarabgaben gegenzu-
steuern. Von diesem Zeitpunkt an wich die drohende Uebersteigerung einer
ruhigeren Entwicklung, und im weiteren Verlauf pendelte sich der Kurs bei
US-\$ 1 = DM 3 ein. Gleichwohl blieben die Kursausschläge beträchtlich. Im
allgemeinen veränderte sich die D-Mark gegenüber den EWS-Währungen kaum;
nur gegenüber der dänischen Krone kam es zu einem stärkeren Kursrückgang
von 0,8%.

Dank ausgeglichener kommerzieller Transaktionen entwickelte
sich der französische Franc zufriedenstellend, auch wenn es gelegentlich,
vor allem in Zusammenhang mit der Aenderung der Zusammensetzung der ECU,
zu Abgaben Gebietsfremder kam. Dieses günstige Umfeld ermöglichte eine
spürbare Ermässigung der Zinssätze im Inland, was sich zum Teil auch auf
die Zinsen für Eurofrancs auswirkte.

In den ersten beiden Septemberwochen tendierte der belgische
Franc weiterhin fest, so dass die Banque Nationale de Belgique in gewissem
Umfang Devisenkäufe vornehmen konnte. In der Folge schwächte sich der
belgische Franc langsam, aber kontinuierlich ab. Gegen Ende des Berichts-
zeitraums konnte er sich etwas stabilisieren. Innerhalb dieser zwei
Monate hat sich sein Abstand gegenüber der stärksten Währung im engen
Kursband von 0,7 auf 1,2% vergrössert.

Die Position des holländischen Guldens in der oberen Hälfte des
EWS-Bandes hat sich kaum verändert und blieb von der Ermässigung der
Guldenzinssätze in der zweiten Oktoberhälfte unberührt.

Die dänische Krone notierte im September höher und war fast den
gesamten Oktober hindurch die stärkste Währung im engen Band. Diese
Entwicklung war in der Hauptsache auf vermehrte private Kapitalimporte
zurückzuführen.

Das irische Pfund tendierte im September im EWS-Band fester,
gab jedoch im Oktober aufgrund der relativen Schwäche des Pfund Sterling
etwas nach, so dass die Central Bank of Ireland in geringem Umfang stützend
intervenierte.

Die italienische Lira konnte im Berichtszeitraum trotz Schwan-
kungen ihre Position oberhalb der Währungen im engen Kursband behaupten.
Insgesamt, aber vor allem in der zweiten Oktoberhälfte, schwächte sich
die italienische Währung gegenüber den anderen europäischen Währungen ab.

Das Pfund Sterling geriet zeitweilig unter Druck und fiel insgesamt kräftig zurück. Teilweise verantwortlich für die schwache Verfassung waren die Dollarstärke (insbesondere im September) und die Besorgnis der Marktteilnehmer über die Auswirkungen des langandauernden Bergarbeiterstreiks auf die britische Wirtschaft, doch führte Mitte Oktober die Senkung der Oelpreise zu umfangreichen Abgaben und zu einem Rückgang des handlungsgewogenen Sterlingindex auf einen neuen Tiefstand. Nach der Einigung der OPEC auf Produktionskürzungen zur Stabilisierung der Oelpreise konnte das Pfund Sterling wieder verlorenes Terrain zurückgewinnen. Der Index des gewogenen Aussenwerts des Pfund Sterling fiel von 78,1 auf 74,9 zurück (nach 74,0 am 19. Oktober).

Die griechische Drachme schwächte sich gegenüber dem US-Dollar um 6,9% und gegenüber der ECU um 1,9% ab. Ihr gewogener Aussenwert verringerte sich um 3,9%. In Zusammenhang mit der Einfügung der griechischen Drachme in die ECU wurde in Athen ein Terminmarkt eröffnet.

Der Dollar zog gegenüber dem Schweizer Franken weiter an und erreichte Mitte Oktober seinen höchsten Stand seit März 1976. Aufgrund des Zinsauftriebs an den Schweizer Geld- und Kapitalmärkten gewann der Franken gegenüber den europäischen Währungen an Wert und schloss, auf der Basis des gewogenen Aussenwerts, um 1% über dem Stand von Ende August.

Der kanadische Dollar musste in den ersten Septembertagen kräftige Kurseinbussen hinnehmen. In der Folge lag er relativ stabil bei etwa US-\$ 0,76. Mitte Oktober geriet er erneut unter Abwertungsdruck, doch konnte er sich gegenüber dem US-Dollar wieder rasch auf den vorherigen Stand erholen. In den beiden Berichtsmonaten stand die Entwicklung des kanadischen Dollars nicht zuletzt unter dem Einfluss des Kursanstiegs bzw. in jüngster Zeit des Kursrückgangs des US-Dollars, doch kam ihm die erhebliche Ausweitung des Zinsgefälles im kurzfristigen Bereich zugute, als sich die Zinssenkung in den USA schneller vollzog als in Kanada. Im Betrachtungszeitraum hat der kanadische Dollar gegenüber dem US-Dollar 1,4% verloren, sich jedoch gegenüber den anderen wichtigen Währungen befestigt.

In den ersten drei Septemberwochen betrug der gewogene Aussenwert der norwegischen Krone durchweg etwa 99,8. Am 21. September gab die Norges Bank im Einvernehmen mit dem Finanzministerium bekannt, dass der gewogene Aussenwert der Krone vorerst um ca. 2 Prozentpunkte unter dem

vorherigen Stand stabilisiert werde. Mit dieser Massnahme sollte die Wettbewerbsfähigkeit Norwegens auf den europäischen Märkten verbessert werden. In den darauffolgenden sechs Wochen wurde der gewogene Aussenwert zwischen 101,7 und 102 stabilisiert.

Im September und Oktober tendierte die schwedische Krone überwiegend freundlich, so dass sich ihr Währungsindex bei stabilem Kurs bei etwa 129,7 halten konnte. Im gleichen Zeitraum kam es zu vereinzelt US-Dollar-Käufen. Gegen Ende Oktober stieg der Index auf 129,9, und zur selben Zeit waren geringfügige Devisenabflüsse zu registrieren.

Der japanische Yen büsste gegenüber dem US-Dollar 1,6% ein. So stieg vor allem Mitte Oktober der Dollarkurs in Tokio zum ersten Mal seit 23 Monaten über die Marke von ¥ 250. Zurückzuführen war dies im wesentlichen auf umfangreiche Mittelabflüsse, die in Zusammenhang mit der Aussicht auf einen weiteren Anstieg der Notierungen für US-Dollar-Anleihen standen. Dagegen gewann der Yen gegenüber den wichtigsten europäischen Währungen 3,5% und verzeichnete damit neue Höchststände.

II. INTERVENTIONEN

a) Interventionen in US-Dollar

Im September beliefen sich die Dollarverkäufe der Zentralbanken netto auf US-\$ 2,9 Mrd., verglichen mit US-Dollar-Käufen in Höhe von netto 0,6 Mrd. im August. Der Nettowert von September ergab sich aus Bruttokäufen von US-\$ 1,6 Mrd. und Bruttoverkäufen von US-\$ 4,5 Mrd. Die wichtigsten Nettoverkäufer von Dollar waren die Deutsche Bundesbank, die Banque de France, die Bank of Canada und die Banca d'Italia. Auch die Federal Reserve Bank verkaufte per saldo Dollar, während auf der Käuferseite per saldo hauptsächlich die Norges Bank, die Sveriges Riksbank und die Bank of England in Erscheinung traten.

Im Oktober machten die Nettokäufe nur US-\$ 0,2 Mrd. aus, bestehend aus Bruttokäufen von US-\$ 1,6 Mrd. und Bruttoverkäufen von US-\$ 1,4 Mrd. Als hauptsächliche Nettodollarkäufer traten die Norges Bank, die Bank of England und die Banca d'Italia in Erscheinung, während der wichtigste Nettoverkäufer die Deutsche Bundesbank war. Einige Verkäufe wurden auch

von der Federal Reserve Bank getätigt. Die Bank of Canada war sowohl auf der Verkäufer- als auch auf der Käuferseite mit erheblichen Beträgen zu finden.

b) Interventionen in Gemeinschaftswährungen

Die Bruttointerventionen in Gemeinschaftswährungen betragen im September umgerechnet US-\$ 1,5 Mrd., im Oktober jedoch nur US-\$ 0,4 Mrd., verglichen mit US-\$ 1,4 Mrd. im August. Sie bestanden im wesentlichen aus intramarginalen DM-Käufen, die in erster Linie von der Banque de France und in geringerem Umfang von der Danmarks Nationalbank, der Banca d'Italia und der Banque Nationale de Belgique vorgenommen wurden.

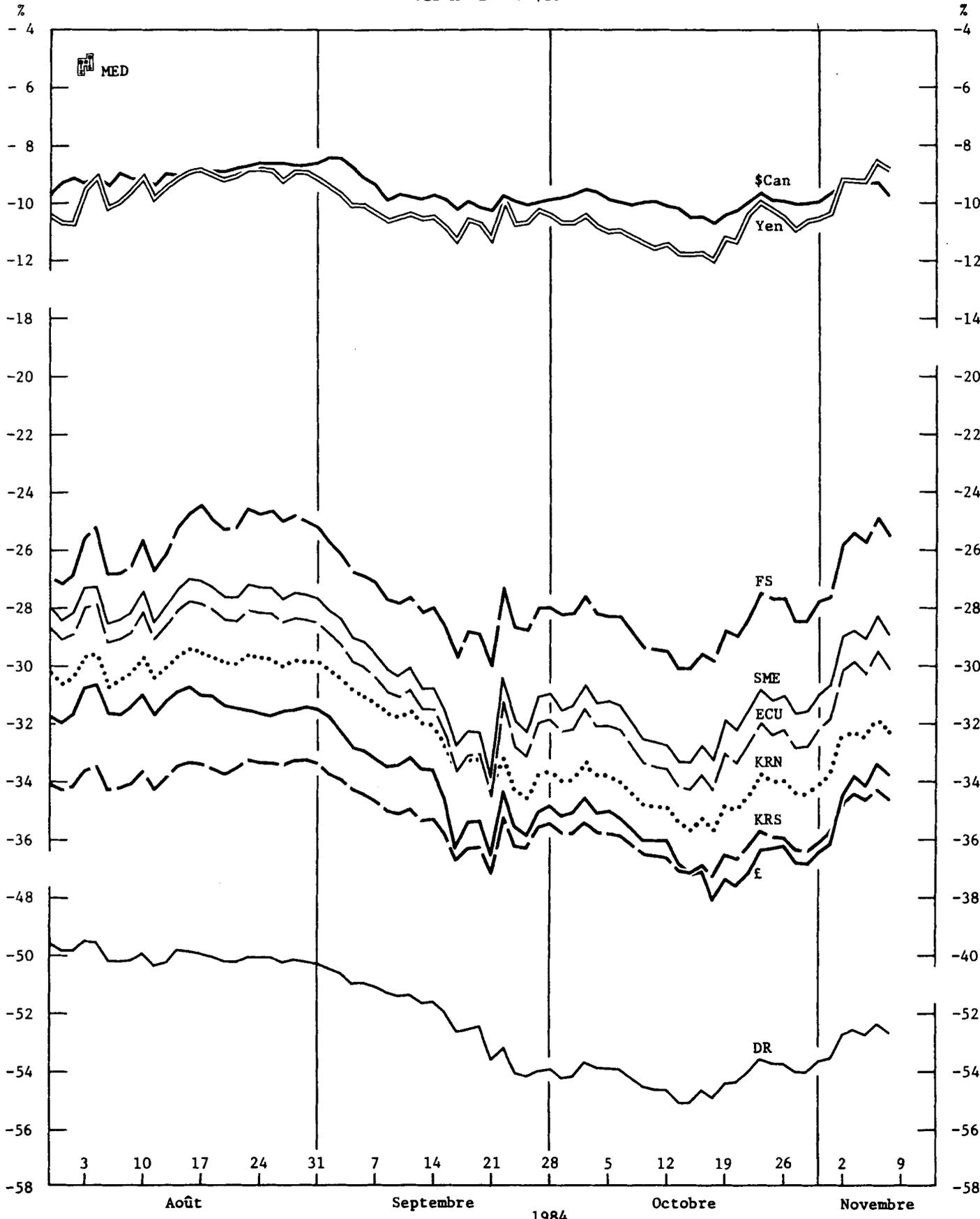
III. DIE ERSTEN NOVEMBERTAGE

Der Kurs des US-Dollars gab an den meisten Finanzplätzen nach; der Kursrückgang ist auf die weiter rückläufigen Zinsen in den USA und auf die verbreitete Ansicht zurückzuführen, die Währungsbehörden hätten sich für eine Lockerung der kreditpolitischen Zügel entschieden.

Innerhalb des EWS blieb die Lage ruhig; die relativen Positionen veränderten sich nur wenig.

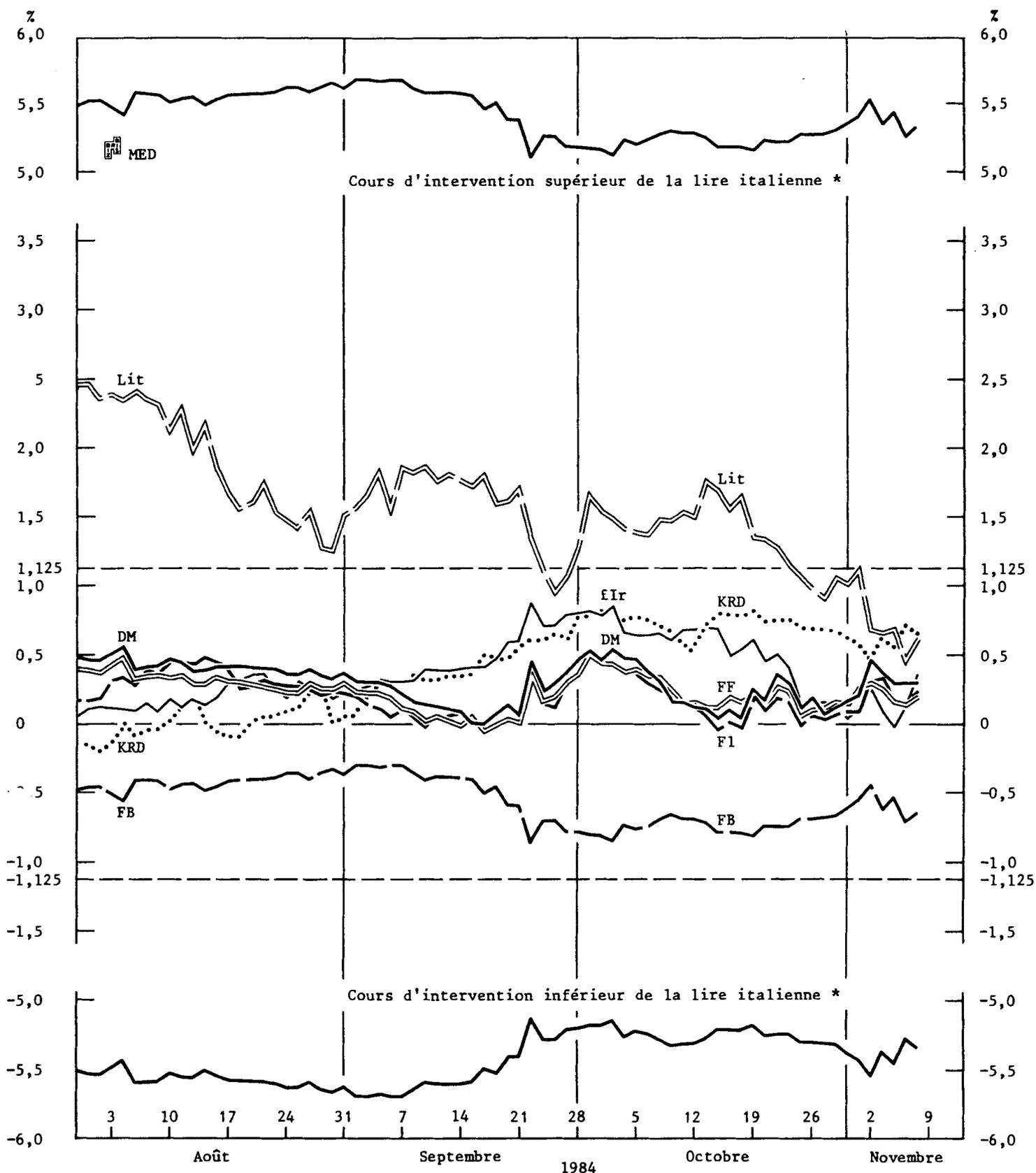
Trotz der Senkung des Basiszinssatzes der britischen Banken konnte sich das Pfund Sterling deutlich befestigen. Sein gewogener Aussenwert erhöhte sich von 74,9 auf 76,1.

EVOLUTION DE L'ECU, DU COURS MEDIAN DES MONNAIES PARTICIPANT AU SME
 ET DES MONNAIES DES AUTRES BANQUES CENTRALES PARTICIPANT A LA
 CONCERTATION SUR LA BASE DES COURS RELEVES LE 31 DECEMBRE 1981
 VIS-A-VIS DU \$EU *



* ECU 1,08517; £ 0,52206; DR 57,3424; \$Can 1,1862; FS 1,7985; Yen 219,60; KRS 5,5325; KRN 5,8050; cours médian des monnaies participant au SME 1,0705. 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 dollar EU, qui se sont éloignés le plus de leurs cours pivots bilatéraux actuels.

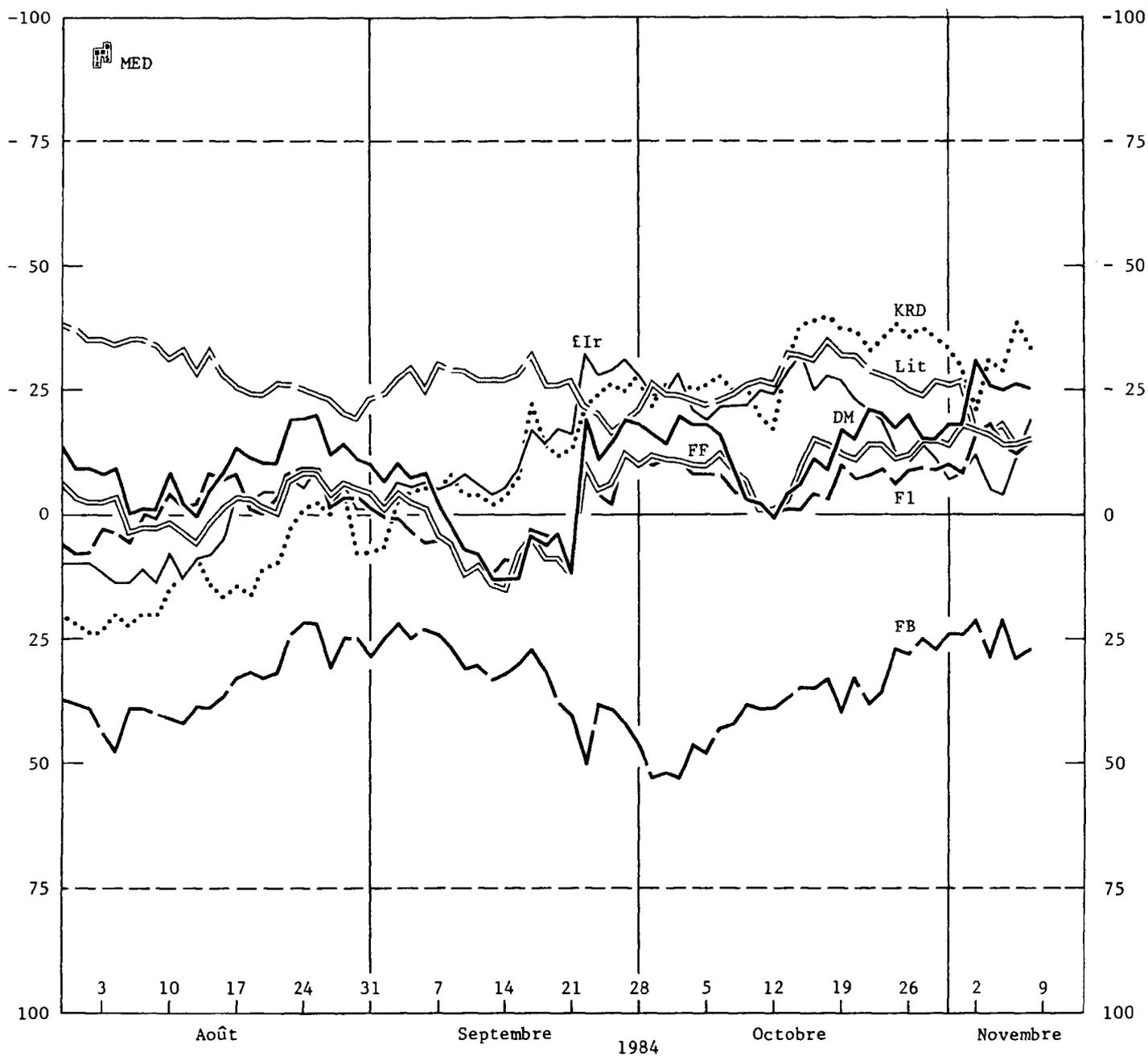
MOUVEMENTS A L'INTERIEUR DE LA GRILLE DE PARITES DU SME
 CALCULES SUR LA BASE DES COURS OFFICIELS DE L'ECU DANS LES
 DIFFERENTES MONNAIES PARTICIPANTES



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

8 novembre 1984

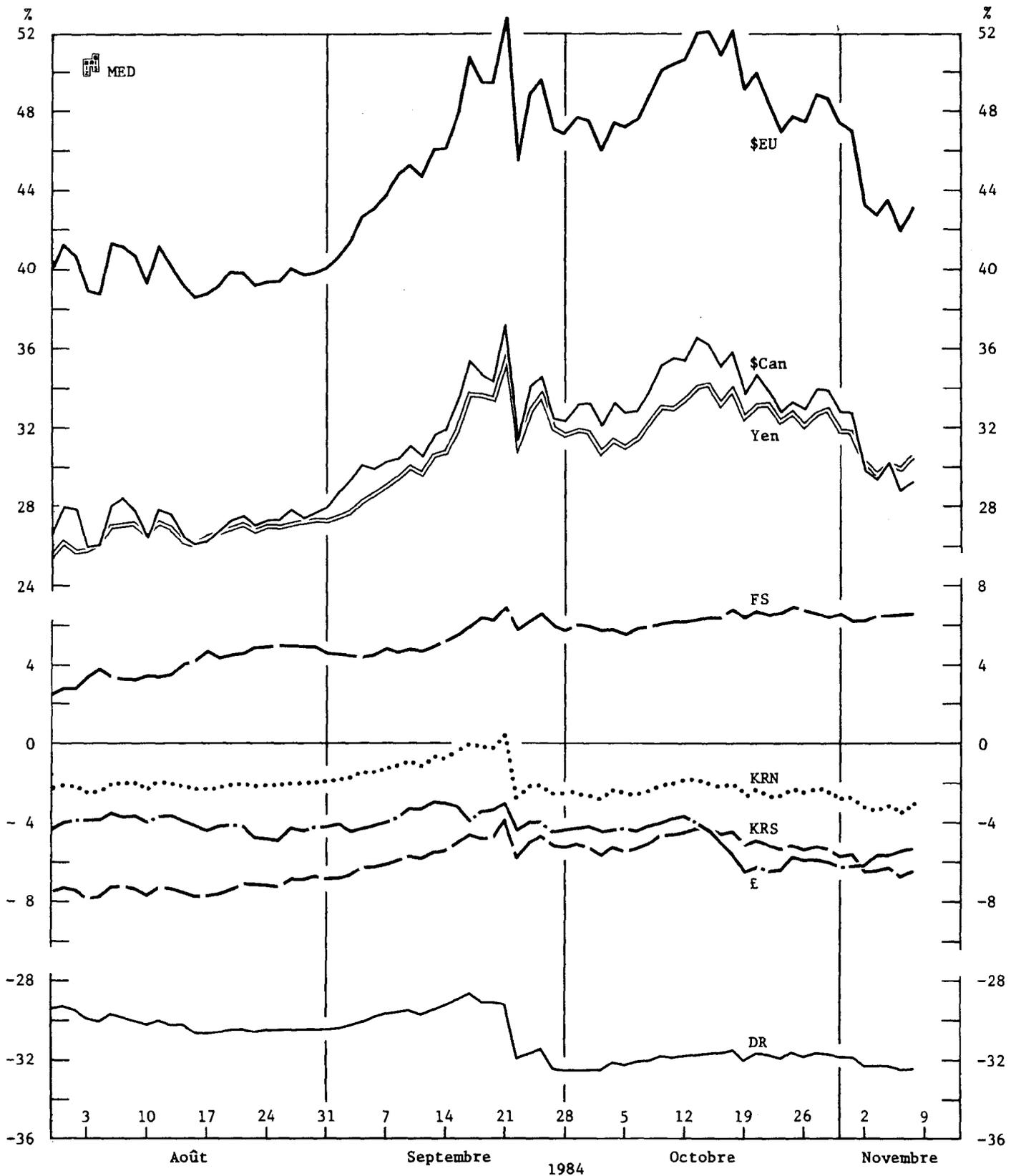
EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE *



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

8 novembre 1984

EVOLUTION DE LA LIVRE STERLING, DE LA DRACHME ET DES MONNAIES DES BANQUES CENTRALES HORS CEE
 PARTICIPANT A LA CONCERTATION PAR RAPPORT A L'ECU
 SUR LA BASE DES COURS DU MARCHÉ RELEVÉS LE 31 DECEMBRE 1981 *



* £ 0,566523; DR 62,2263; \$EU 1,08517; \$Can 1,28723; FS 1,95169; Yen 238,304; KRS 6,00373; KRN 6,29944.

8 novembre 1984