

COMMITTEE OF GOVERNORS OF THE CENTRAL BANKS
OF THE MEMBER STATES
OF THE EUROPEAN ECONOMIC COMMUNITY

Confidential

Draft

217th MEETING

BASLE, TUESDAY 14th JULY 1987 AT 10.00 a.m.

Agenda

- III. Continuation of the discussion on the strengthening of the EMS(2); possible exchange of views on the main issues and policy conclusions of the draft report from the Governors to the informal ECOFIN meeting in September.
 - IV. Exchange of views on recent developments in public finance and policy implications(3).
 - V. Other matters falling within the competence of the Committee.
 - VI. Date and place of next meeting.
-

(2) For this discussion the Governors could take into consideration Report No. 59 by the group of experts chaired by Mr. Dalgaard on the working of the EMS and the Special Report by the group of experts chaired by M. Raymond on monetary policy implications of the liberalisation of capital movements within the Community. These two documents, both dated 29th May 1987, were circulated and have already been discussed by the Alternates at their last meeting on 14th June 1987. In addition, the Governors could also take into consideration Report No. 60 by the "Dalgaard group" on possibilities for bringing the official ECU and the private ECU closer together. This report will be finalised following a meeting of the experts on 7th July 1987 and will be circulated as soon as possible.

Vertraulich
Übersetzung

PROTOKOLL^{*}
DER 217. SITZUNG DES AUSSCHUSSES DER PRÄSIDENTEN
DER ZENTRALBANKEN DER MITGLIEDSTAATEN
DER EUROPÄISCHEN WIRTSCHAFTSGEMEINSCHAFT
BASEL, DIENSTAG, 14. JULI 1987, 10 UHR

* Endgültige Fassung, die gemäss dem in der Sitzung vom 8. September 1987 vereinbarten Verfahren gebilligt wurde und gegenüber dem Entwurf nur einige Änderungen redaktioneller Art aufweist.

III. Fortsetzung der Diskussion über die Stärkung des EWS; Gedankenaustausch über die Hauptpunkte und Schlussfolgerungen des Entwurfs eines Berichts der Zentralbankpräsidenten an die informelle Konferenz der Finanzminister im September

Der Vorsitzende ruft in Erinnerung, dass der Ausschuss die Aufgabe hat, an der nächsten informellen Zusammenkunft des Rats der Wirtschafts- und Finanzminister am 12./13. September in Dänemark die Ergebnisse der Arbeiten der Zentralbankpräsidenten, der Stellvertreter und der Experten vorzulegen. Die Zentralbankpräsidenten haben schon im Juni die Untersuchungen der "Raymond-Gruppe" und der "Dalgaard-Gruppe" erhalten. Letztere hat vor wenigen Tagen ihren Bericht Nr. 60 über Möglichkeiten einer gegenseitigen Annäherung der offiziellen und der privaten ECU versandt.

A. Referat von Herrn Dalgaard

Die Untersuchung über die gegenseitige Annäherung der offiziellen ECU und der privaten ECU wurde Ende 1986 begonnen, dann aber wegen vordringlicherer Arbeiten zurückgestellt. Die Untersuchung konzentriert sich auf drei konkrete Vorschläge, die von der Banca d'Italia, den Dienststellen der Kommission und der Banque de France eingereicht worden waren.

Die wesentlichen Züge dieser drei Vorschläge sind die folgenden:

Der italienische Vorschlag bezweckt, die von den Zentralbanken gehaltenen offiziellen ECU gegen private ECU zu mobilisieren, die dann gegebenenfalls für Interventionen verwendet werden könnten. Es handelt sich gewissermassen um eine Ergänzung zum Mobilisierungsmechanismus für offizielle ECU, der im Juli 1985 eingeführt wurde. Der Vorschlag der Kommission geht weniger weit und besteht hauptsächlich darin, den Zentralbanken bei ihren etwaigen Termingeschäften in privater ECU zu helfen. Der französische

Vorschlag unterscheidet sich erheblich von den beiden anderen; sein Ziel ist nämlich, den Zentralbanken und den von den Zentralbankpräsidenten genehmigten internationalen Institutionen private ECU-Einlagen beim EFWZ zu gestatten. Eine solche Möglichkeit sollte das Interesse an Einlagen in privater ECU fördern und sollte auch das Wiederausleihen solcher ECU an andere Zentralbanken oder Institutionen der Gruppe gestatten.

Die Experten haben diese drei Vorschläge geprüft; sie sind sich einig, dass diese in technischer Hinsicht durchführbar sind und den Zielen ihrer Urheber dienen würden; keine Einigkeit herrscht jedoch über die grundsätzlicheren und langfristigen Fragen, die ihre Ausführung aufwerfen würde. Ferner ist die Gruppe der Ansicht, dass die konkreten Auswirkungen begrenzt wären und dass die Hauptwirkung ein "Ankündigungseffekt" wäre. Die Implikationen dieser Vorschläge für das EWS und die Geldpolitik wären wahrscheinlich gering, aber wenn sich in der Praxis etwas anderes herausstellen sollte, müsste man natürlich die Frage neu prüfen.

Der Vorsitzende dankt Herrn Dalgaard und bevor er Herrn Dini das Wort erteilt, ruft er in Erinnerung, dass zur Fertigstellung des Berichts an die Minister den Zentralbankpräsidenten nur die heutige Sitzung und jene vom 8. September - drei oder vier Tage vor der informellen Konferenz der Finanzminister - zur Verfügung stehen. Man müsse sich daher ins Zeug legen und die Arbeiten und Kontakte, insbesondere auf Stellvertreterebene, auch im Sommer weiterführen.

B. Referat von Herrn Dini

Die Stellvertreter haben den ersten Entwurf eines Berichts über die Stärkung des EWS geprüft, der auf der Grundlage der "Dalgaard- und Raymond-Berichte" und der Diskussion der Stellvertreter über diese Berichte vorbereitet worden war. Es wurde vermerkt, dass ein relativ langer vollständiger Bericht, wie der geprüfte Entwurf, von der Praxis abweicht, der Konferenz der Wirtschafts- und Finanzminister relativ kurze Dokumente vorzulegen, die hauptsächlich auf Analysen und Vorschläge hinsichtlich der Politik ausgerichtet sind. Dennoch waren die Stellvertreter der Ansicht, dass die Umstände diese Neuerung rechtfertigten. Der erste Teil des Berichts, der eine Beurteilung der Funktionsweise des Systems und der wahrscheinlichen Auswirkungen von Veränderungen des wirtschaftlichen Umfelds enthält, scheint eine nützliche Vorbereitung für die im zweiten Teil geprüften Anpassungen des Systems. Mit einem vollständigen und gedrängten Bericht könnte auch die

Bedeutung der Arbeit hervorgehoben werden, die die Zentralbanken bei der Erfüllung des von den Finanzministern dem Ausschuss der Zentralbankpräsidenten erteilten Mandats geleistet haben.

Die Stellvertreter erklärten sich zwar mit der Struktur des Berichts grundsätzlich einverstanden, schlugen jedoch eine Anzahl Änderungen sowohl zur Form als auch zum Inhalt vor. Diese Bemerkungen betrafen die Analyse der Funktionsweise des Systems sowie die Vorschläge zu seinem Ausbau. Zu diesem letzteren Aspekt wies Herr Gleske darauf hin, dass die wesentlichen Fragen hinsichtlich der möglichen Änderungen des Systems in die Zuständigkeit des Zentralbankrats der Bundesbank fielen, der sie nicht vor dem 27. August prüfen könne. Unter diesen Umständen waren die Vertreter der Bundesbank nicht in der Lage, zu den spezifischen vorgebrachten Vorschlägen Stellung zu nehmen.

Hinsichtlich des Verfahrens wurde vorbehaltlich der Billigung der Zentralbankpräsidenten vereinbart, dass ein zweiter Berichtsentwurf, der die Vorschläge der Stellvertreter zu bestimmten Punkten sowie die aus der heutigen Diskussion hervorgehenden Vorschläge berücksichtigt, im Lauf dieses Monats versandt werden soll. Schriftliche Kommentare zu dieser zweiten Version könnten während der ersten drei Augustwochen eingereicht werden, so dass ein revidierter Text Ende August bereit wäre. Der Bericht sollte von den Zentralbankpräsidenten an ihrer Sitzung vom kommenden 8. September in seine endgültige Form gebracht werden.

Im Lauf der Diskussion über den analytischen Teil des Berichts schälten sich drei Hauptpunkte heraus:

1. Zunächst wurde in Erinnerung gerufen, dass zu den grundlegenden Zielen des EWS nicht nur die Währungsstabilität gehört, sondern auch eine Verpflichtung zugunsten einer umfassenden wirtschaftlichen Konvergenz, verbunden mit einem ausgeglichenen Wachstum und dem Abbau regionaler Ungleichheiten und der Arbeitslosigkeit. Einige Stellvertreter schlugen vor, an diese erweiterte Dimension des EWS ausdrücklich zu erinnern, während andere der Meinung waren, dass sie im Rahmen des Berichts an den Rat der Wirtschafts- und Finanzminister nicht die wesentliche Sorge der Zentralbankpräsidenten sei.

2. Was das Funktionieren des Wechselkursmechanismus angeht, waren einige Stellvertreter der Meinung, dass man die durch die teilweise Teilnahme geschaffenen Schwierigkeiten mehr hervorheben sollte und damit auch die Notwendigkeit, alle EG-Mitglieder zu ermutigen, die Wechselkursverpflich-

tungen auf gleichberechtigter Basis zu akzeptieren. Andere Stellvertreter räumten zwar ein, dass es sich hier um ein längerfristiges Ziel handle, betonten jedoch, dass ein verfrühtes Eingehen dieser Verpflichtung, ehe die Bedingungen günstig seien, schädliche Auswirkungen auf den Zusammenhalt des Systems haben könnte.

3. Bei der Koordinierung der Geldpolitiken betraf die erste zu prüfende Frage, die im "Raymond-Bericht" hervorgehoben wurde, die Notwendigkeit, die Koordinierung im Rahmen einer mittelfristigen Strategie zur Herbeiführung einer Konvergenz der Teuerungsraten der verschiedenen Länder auf einem niedrigen Stand oder gar Null zu verstärken. Ein weiterer Punkt der Tagesordnung war die Zulassung zeitweiliger Abweichungen vom gewünschten und in jedem Land festgelegten Kurs für das langfristige Geldmengenwachstum, wenn aussenwirtschaftliche Erwägungen - insbesondere im Bereich der Wechselkursstabilität - solche Abweichungen rechtfertigen.

Die Stellvertreter prüften des Weiteren die Hauptschlussfolgerungen des Berichts und die besonderen Bereiche, in denen die Zentralbanken Massnahmen zur Stärkung des EWS ergreifen könnten.

Die Stellvertreter sind weitgehend mit dem Vorschlag einverstanden, der eine verstärkte Überwachung der Zinssatz- und Wechselkursentwicklung durch den Ausschuss der Zentralbankpräsidenten vorsieht, um zu gemeinschaftlichen Bewertungen zu gelangen und sich über geeignete Massnahmen einig zu werden. Diese Übung wäre nicht gänzlich neu, da sie sich auf bestehende Einrichtungen zur gegenseitigen Information und Überwachung stützen würde. Sie würde jedoch bedeutende Neuerungen enthalten; erstens würde sie den Schwerpunkt auf die gemeinsame Prüfung der Interventionen und der Zinssatz- und Wechselkursentwicklungen legen, was eine weitergehende und systematischere Analyse der Politik der Mitgliedsländer und ihrer Vereinbarkeit innerhalb des EWS nach sich zöge; zweitens würden die Schlussfolgerungen dieser Überwachung als Grundlage für die Beschlüsse über die Art geeigneter Gegenmassnahmen auf politischer Ebene dienen, einschliesslich der Angezeigtheit von Interventionen, ihrer Koordinierung und (gegebenenfalls) ihrer Berechtigung zur sehr kurzfristigen Finanzierung.

Der Vorschlag, die Dauer der sehr kurzfristigen Finanzierung zu verlängern und die Obergrenze der automatischen Erneuerung dieser Finanzierung zu erhöhen, stiess auf keine nennenswerten Einwände.

Vier weitere Themen wurden von den Stellvertretern eingehend geprüft und erfordern die Aufmerksamkeit und Richtlinien der Zentralbankpräsidenten.

1. Der Vorschlag, die Möglichkeit zu prüfen, unter ganz bestimmten Umständen, die im Rahmen des Überwachungsverfahrens zu beurteilen wären, die sehr kurzfristige Finanzierung für intramarginale Interventionen zu bewilligen, führte zu einer lebhaften Debatte. Manche Stellvertreter waren der Ansicht, dass diesbezüglich keinerlei Änderung der geltenden Bestimmungen nötig sei; sie fanden in der Tat

- a) dass die derzeitigen Vereinbarungen von übermässigen Interventionen und der Stützung unrealistischer Wechselkurse abhalten; die Ankündigung einer Lockerung der finanziellen Einschränkungen der Interventionen könnte die Spekulation anheizen, anstatt sie zu bremsen;
- b) sie bemerkten ferner, dass die Zentralbanken mit starker Währung gezwungen sein könnten, eine Abweichung von ihrer auf Stabilität zielenden Geldpolitik hinzunehmen.

Andere Stellvertreter wiesen darauf hin, dass nach dem Wortlaut des Vorschlags im Berichtsentwurf:

- a) der Zugang zur sehr kurzfristigen Finanzierung für intramarginale Interventionen nicht automatisch wäre, sondern vom Ausschuss der Zentralbankpräsidenten von Fall zu Fall bewilligt werden müsste, wenn er zur Ansicht komme, diese Interventionen lägen "im Interesse des Systems".
- b) Das neue Verfahren könnte in der Tat als ein Mittel angesehen werden, die Interventionen zu verringern, anstatt dazu zu ermuntern; es wurde daran erinnert, dass gemäss der derzeit geltenden Regeln die intramarginalen Interventionen in Gemeinschaftswährungen im wesentlichen auf unilateraler Basis vorgenommen würden, wenn auch mit der vorherigen Zustimmung der emittierenden Zentralbank; nach dem vorgeschlagenen Verfahren würden die intramarginalen Interventionen einer genauen gemeinschaftlichen Prüfung unterliegen, und damit wäre man weniger geneigt, Wechselkurse innerhalb der Bandbreite starr zu verteidigen.

- c) Gleichzeitig könnte die Ankündigung eines Ausbaus der Handlungs- und Verteidigungsmöglichkeiten des Systems jene Länder, die nicht am Wechselkursmechanismus teilnehmen, zu einem Beitritt ermuntern;
- d) Der Vorschlag schloss keine neuen Regeln oder formellen Verpflichtungen ein, sondern zielte nur darauf ab, die bestehenden Möglichkeiten und Einrichtungen in geordneterem Rahmen voll auszuschöpfen.

Alle Stellvertreter waren jedoch der Meinung, dass bei der Erarbeitung neuer Verfahren grosse Vorsicht geboten sei und dass man nicht die Notwendigkeit vergessen dürfe, die Disziplin im System aufrechtzuerhalten und unerwünschte monetäre Auswirkungen für die emittierende Zentralbank zu vermeiden.

2. Auch der Vorschlag, die Annahmefreigrenzung für die offizielle ECU abzuschaffen oder abzubauen, war Gegenstand von Auseinandersetzungen. Einige Stellvertreter hoben hervor, dass ein solcher Beschluss zur vermehrten Haltung eines Aktivums führen könnte, das nicht völlig liquide und konvertibel ist. Andere wiesen darauf hin, dass die ECU zur Zeit nur für die Begleichung von Schulden aus Pflichtinterventionen verwendet werden kann; dass die Gläubigerländer nunmehr die Möglichkeit hätten, ihre ECU-Nettopositionen zu mobilisieren, wenn sie das wünschten, und dass die ECU ja schliesslich ein Aktivum sei, das vollumfänglich durch konvertierbare Währungen und Gold garantiert sei. Die verschiedenen Argumente müssten natürlich etwas anders gewichtet werden, wenn für intramarginale Interventionen die sehr kurzfristige Finanzierung beansprucht werden könnte.

3. Beim folgenden Punkt ging es um die Frage, ob die EWS-Länder ihre Bestände an Währungen der Partnerländer in ihren Reserven erhöhen sollten, um koordinierte und diversifizierte Interventionen zu erleichtern. Die Stellvertreter stimmten im grossen und ganzen überein, dass es zwar nicht angebracht scheint, eine grosse Anhäufung von Guthaben in EWS-Währungen in Betracht zu ziehen, dass aber angemessene Arbeitsguthaben, die vorbehaltlich der Zustimmung der emittierenden Zentralbank gebildet würden, zu einem besseren Funktionieren des Systems beitragen könnten.

4. Hinsichtlich einer Verknüpfung der Kreisläufe der offiziellen und der privaten ECU schliesslich schlossen sich die Stellvertreter den Schlussfolgerungen der "Dalgaard-Gruppe" im Bericht Nr. 60 an. Die drei geprüften Vorschläge werfen offenbar keine grösseren technischen Probleme auf und hätten unter den gegenwärtigen Umständen keine bedeutenden

Auswirkungen auf Geldpolitik oder Wechselkurse. Hingegen sind einige Zentralbanken der Ansicht, dass die Schaffung derartiger Verknüpfungen in der Zukunft erhebliche Folgen zeitigen könnte. Es handelt sich somit um eine Frage politischer Art, und die Zentralbankpräsidenten sollten sich entscheiden, welche Haltung im Bericht angemessen ist.

C. Diskussion des Ausschusses

Der Vorsitzende dankt den Herren Dalgaard und Dini für ihre Referate; er schlägt vor, der Ausschuss solle, ehe er zur Sache komme, sich zur Gliederung des Berichts und zum Verfahren äussern.

Hinsichtlich der Gliederung scheine es angezeigt, einen umfassenden Bericht vorzubereiten, der sich nicht auf Schlussfolgerungen beschränke, sondern eine Analyse der Funktionsweise des EWS und einige Beurteilungen biete. Betreffend das Verfahren scheine es unvermeidlich, das vorgeschlagene Verfahren einzuhalten, das im übrigen auch vom Zeitplan diktiert werde, d.h. einen überarbeiteter Entwurf gegen Ende Juli zu versenden, um schriftliche Stellungnahmen einzuholen, so dass ein neuer Text den Zentralbanken gegen Ende August zugestellt und von den Stellvertretern und Präsidenten am 7. und 8. September in Basel geprüft werden könne.

Der Vorsitzende stellt fest, dass der Ausschuss mit dem Verfahren einverstanden ist.

Hinsichtlich der Gliederung des Berichts meint Herr Hoffmeyer, dass es vielleicht nützlich wäre, sich auf die Schlussfolgerungen des Hauptdokuments zu konzentrieren und die analytische Arbeit, die im wesentlichen allgemein bekannt sei, als Anlage beizufügen. Es sei nämlich sehr unwahrscheinlich, dass die Minister etwa fünfzehn Seiten läsen.

Der Vorsitzende räumt ein, dass der Bericht, selbst wenn man ihn etwas kürze, ziemlich lang sei. Wenn er jedoch gut gegliedert und deutlich in zwei Teile aufgeteilt sei, wobei der zweite die Schlussfolgerungen enthält, so könne der erfahrene und schnelle Leser direkt zum Ziel gelangen. Er erinnert an das besondere Problem der Deutschen Bundesbank, deren Zentralbankrat sich erst am 27. August mit der Frage des EWS befassen werde; aber der Zeitplan sollte dennoch eingehalten werden können.

Herr Gleske bestätigt, es sei vorgesehen, die Fragen des Ausbaus des EWS an der Sitzung des Zentralbankrats der Bundesbank vom 27. August zu besprechen, und deren Vertreter könnten sich daher im Moment nicht ad referendum verpflichten.

Der Vorsitzende ruft in Erinnerung, dass über zwei Punkte sich bei den Stellvertretern anscheinend eine Einigung abzeichnete: es handle sich um das "Monitoring" der Zinssätze und Wechselkurse und die Verlängerung der Dauer der sehr kurzfristigen Finanzierung.

Herr Gleske erklärt, dass er persönlich, in Abwesenheit von Herrn Pöhl, eine Verlängerung der Dauer der sehr kurzfristigen Finanzierung befürworten könne. Eine solche Idee empfehle sich einem Gläubigerland. Anlässlich der Leitkursanpassung vom Januar 1987 beispielsweise habe man festgestellt, dass die Kapitalbewegungen sich nur langsam umkehrten und die Schuldnerländer nicht so schnell die Gläubigerwährungen erwerben konnten, während es für die Gläubiger immer interessanter ist, in ihrer eigenen Währung bezahlt zu werden. Der schon erwähnte formelle Vorbehalt gelte jedoch für diese Frage.

Der Vorsitzende schlägt vor, die vier von Herrn Dini genannten Punkte zu prüfen, über die unterschiedliche Ansichten bestehen; es handle sich um den Zugang zur sehr kurzfristigen Finanzierung für intramarginale Interventionen, die Anhebung oder Abschaffung der Annahmelimite der ECU, das Halten von Partnerwährungen für Interventionen und die gegenseitige Annäherung der offiziellen und der privaten ECU, zu der die "Dalgaard-Gruppe" den Bericht Nr. 60 vorbereitet habe.

Herr Hoffmeyer erklärt, er befürworte seit 1974 die intramarginalen Interventionen und finde, es handle sich um eine Technik, die im günstigen Moment eingesetzt werden müsse, mit der man gute Erfahrungen gemacht habe und die geringere und wirksamere Interventionen ermögliche. Um solche Interventionen zu finanzieren, gebe es normalerweise drei Möglichkeiten: Man könne in Dollars intervenieren, die man seinen Reserven entnehme oder die man sich leihe, aber in gewissen Fällen sei die Verwendung von Dollars nicht angezeigt; man könne in Gemeinschaftswährungen intervenieren, die entweder den Reserven entnommen werden (dann ist die Zustimmung der emittierenden Zentralbanken für das Halten ihrer Währung durch die Partner erforderlich; dies sei die Verbindung zwischen den vom Vorsitzenden erwähnten Punkten 1 und 3) oder mittels der sehr kurzfristigen Finanzierung über den EFWZ bezogen werden.

Der Vorsitzende dankt Herrn Hoffmeyer für die zwischen den Punkten 1 und 3 hergestellte Verbindung und dafür, dass er an das Problem der Vereinbarkeit von Dollarinterventionen mit den generellen Interessen des Systems erinnert hat.

Herr Leigh-Pemberton äussert seine Sympathie für die Verwendung der sehr kurzfristigen Finanzierung für intramarginale Interventionen; er ist der Ansicht, dass ein vernünftiger Gebrauch dieser Finanzierung sich auf das Funktionieren des EWS günstig auswirken würde. Die Befürchtungen der Gläubigerzentralbanken hinsichtlich der negativen Auswirkungen auf ihre Geldpolitik könnten zerstreut werden, wenn man vorsähe, dass die Begleichung der Finanzierung in der Währung des Gläubigers erfolgen müsse, wenn dieser es verlange. So würden die Kreditnehmer von Übertreibungen abgehalten und die Kreditgeber könnten die Auswirkungen der Interventionen ihrer Partner auf die Geldmenge im Inland aufheben.

Herr Duisenberg freut sich, dass im Berichtsentwurf einhellig anerkannt wird, dass anhaltende und systematische intramarginale Interventionen nicht erwünscht seien, dass es besser sei, andere Instrumente einzusetzen, in erster Linie die Zinssätze, und dass man bei zu starkem Druck den Wechselkurs bis zum Interventionspunkt rutschen lassen müsse. Es passe daher nicht zu dieser Schlussfolgerung, die intramarginalen Interventionen zu erleichtern. Würde bei sehr starkem Druck eine Währung erst an ihrem unteren Interventionspunkt gestützt, könnten die Spekulantengewinne vermindert werden, wenn die Währung anschliessend abgewertet werde, und wenn die Währung mit Erfolg gestützt werde, würden die Spekulanten gar bestraft. Wenn im übrigen die intramarginalen Interventionen obligatorisch würden und nicht freiwillig blieben, wäre die Bundesbank vielleicht nicht mehr so offen und kooperativ, was ein hoher Preis für eine Änderung wäre, die zur Zeit nicht einem echten Bedürfnis im EWS entspricht. Es sei daher vorzuziehen, weder die Praxis noch den bestehenden institutionellen Rahmen zu ändern, da die bisherigen Erfahrungen befriedigend seien.

Herr Gleske räumt ein, dass die Deutsche Bundesbank im Lauf der Jahre hinsichtlich der Verwendung der D-Mark für intramarginale Interventionen flexibler geworden sei, insbesondere wenn es sich zeigte, dass Interventionen in Dollars nicht angebracht waren. Bedeutende Interventionen in D-Mark seien so mit Zustimmung der Bundesbank erfolgt. Diese teile jedoch die Skepsis von Herrn Duisenberg hinsichtlich der Notwendigkeit massiver intramarginaler Interventionen. In einigen Fällen wäre eine vermehrte Nutzung der Bandbreite und der Zinssätze vorzuziehen gewesen. Die intramarginalen Interventionen hätten eine Eigendynamik entwickelt, die vielleicht den Versuch erkläre, diese Art Vorgehen in eine Form zu bringen. Die Bundesbank sei immer bereit gewesen, ihre Zustimmung zu geben, solange diese

Transaktionen sich auf dem Markt abspielten und sie nicht direkt einbezogen. Es würde jedoch schwieriger werden, die Zustimmung des Direktoriums zu erhalten, wenn über einen gemeinschaftlichen Finanzierungsmechanismus Auswirkungen auf die inländische Geldpolitik aufträten. Man könnte sagen, diese könnten durch Beschlüsse bei den Zinssätzen oder der Kreditmenge ausgeglichen werden, aber solche Massnahmen seien in der Regel nicht einfach. Es sei daher besser, sich an das derzeitige Verfahren zu halten, bei dem der Schuldner die Initiative ergreife und die Gläubiger ihre Zustimmung gäben, vorausgesetzt, die Interventionen bleiben vollumfänglich auf dem Markt.

Herr de Larosière findet, man solle aus dieser Diskussion nicht eine doktrinaire Debatte machen. In einigen Fällen könnten intramarginale Interventionen nützlich sein, um den Markt zu beruhigen oder sich Trends entgegenzustellen, die nicht fundamentaler Natur seien; in Beträgen ausgedrückt könne dies angebracht und sogar wirtschaftlich sein. Die Banque de France habe dies getan und dabei ihre DM-Guthaben verwendet, und die Deutsche Bundesbank habe sich für die Käufe oder Verkäufe ihrer Währung immer sehr verständnisvoll gezeigt. Es scheine weder unlogisch noch verwerflich, dass in gewissen Fällen eine Zentralbank, die beispielsweise über keine D-Mark für Interventionen verfügt, sie mittels der sehr kurzfristigen Finanzierung beschaffen könne. Es könnte sich beispielsweise um Interventionen handeln, mit denen vermieden werden kann, dass eine Währung auf den unteren Interventionskurs gedrückt und so die Spekulation entfesselt und eine Leitkursanpassung ausgelöst wird. Die Diskussion über diese Frage sollte daher eher auf technischer Ebene erfolgen, und die Idee von Herrn Leigh-Pemberton zur Rückzahlung der Finanzierung in der verwendeten Währung könnte geprüft werden.

Herr Godeaux ist wie Herr de Larosière der Meinung, dass doktrinaire Fragen vermieden werden sollten und man sich auf mögliche Vorgehen und deren Verbindung untereinander konzentrieren sollte. In diesem Sinne sollte man die Möglichkeit des Einsatzes intramarginaler Interventionen als einen Fortschritt betrachten und daran denken, dass sie begrenzt seien, aber im Rahmen eines strengeren "Monitoring" erfolgten und unter bestimmten Bedingungen durch den EFWZ finanziert werden könnten. Es handle sich hier um einen Bereich, der durchaus in die Zuständigkeit des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten falle und wo dieser daher verstärkte Zusammenarbeit unter den Zentralbanken und Koordinierung der Interventionsmethoden bewirken und

auch dem Markt zusätzliches Vertrauen geben könnte. Die vollständige Ausnutzung der Schwankungsmarge könne unter den derzeitigen Umständen zur Folge haben, dass Spekulation ausgelöst oder verstärkt werde. Man sollte daher die Vorgehensweisen vervielfachen können, um eben klar zu machen, dass die Verwendung der Bandbreite nicht an und für sich ein Gefahrenzeichen sei.

Herr Doyle will ebenfalls keine doktrinaire Haltung zu den intramarginalen Interventionen einnehmen, die im wesentlichen praktische Fragen aufwerfen. Wenn beispielsweise eine Währung unter Druck gerate, habe die Erfahrung gezeigt, dass man diesen eben genau mit intramarginalen Interventionen zum Verschwinden bringen könne und dass es im Gegenteil gefährlich sein und insbesondere den Druck verschärfen könne, den Kurs bis zum Interventionspunkt abgleiten zu lassen. In diesem Fall stelle sich im übrigen die Frage, wann man den Kurs abgleiten lassen solle: am ersten Tag, an dem Druck spürbar werde, am zweiten Tag, zwei Wochen später? Dies sei ein praktisch unlösbares Problem. Überdies seien gegenüber der Idee, man schädige die Spekulanten, wenn man den Kurs auf den unteren Interventionspunkt sinken lasse, Vorbehalte anzubringen. Die Marktteilnehmer dürften nämlich nicht mit Spekulanten gleichgesetzt werden, in der Mehrzahl seien sie beispielsweise Exporteure, Finanzabteilungen von Unternehmen, Kreditinstitute etc., die normalerweise unter Wahrung ihrer Interessen arbeiteten und eine Vorstellung der Preise der gehandelten Währungen haben.

Herr Duisenberg gibt dem Begriff "Spekulant" keinen negativen Sinn, sondern findet, dass auch die Behörden eines Landes ihre Vorstellungen über die Position ihrer Währung hätten. Er fügt hinzu, er lehne die intramarginalen Interventionen nicht doktrinär ab; bei kurzfristigen Veränderungen könnten sie sehr nützlich sein. Die Zentralbankpräsidenten schienen jedoch alle einhellig einzuräumen, dass man in der Vergangenheit vielleicht zuviel Gewicht auf die Interventionen gelegt und die anderen Instrumente vernachlässigt habe, d.h. die Ausnützung der Bandbreite und die Zinssätze. So habe man in den Niederlanden, als der Gulden unter starken Druck kam, interveniert und auch die Zinssätze deutlich angehoben, was zusammengenommen auf die Marktteilnehmer oder "Spekulanten" eine Wirkung gehabt habe, die diese noch nicht vergessen hätten. Das System der intramarginalen Interventionen funktioniere tatsächlich im Moment gut, insbesondere dank der kooperativen Haltung gewisser Zentralbanken, deren Währung verwendet wird. Wenn man Regeln oder Pflichten einführe, bestehe die Gefahr, dass dieser gute Wille

abbröckele. Sollte man ferner die intramarginalen Interventionen leichter machen, so riskiere man, vom Markt als unrealistisch beurteilte Wechselkurse aufrechtzuerhalten und den Einsatz anderer Instrumente zu verzögern.

Herr de Larosière erklärt, er schliesse sich teilweise den Äusserungen von Herrn Duisenberg an; er hebt jedoch hervor, dass in den Empfehlungen nicht gesagt wird, die intramarginalen Interventionen seien zwingend mit der sehr kurzfristigen Finanzierung zu finanzieren, sondern die Zentralbankpräsidenten würden von Fall zu Fall entscheiden. Die intramarginalen Interventionen in EWS-Währungen könnten zur Zeit die sehr kurzfristige Finanzierung nicht beanspruchen. Man anerkenne jedoch, dass sie unter bestimmten Umständen nützlich sein könnten, und wenn Zentralbanken beispielsweise nicht über die nötigen D-Mark für Interventionen verfügten, könnten sie genötigt sein, in Dollars zu intervenieren, auch wenn das im Widerspruch zu den Zielvorstellungen gegenüber Drittwährungen stehe. Die sehr kurzfristige Finanzierung von intramarginalen Interventionen sollte daher zwar nicht obligatorisch, aber gegebenenfalls möglich sein. Dies wäre eine Lockerung in der richtigen Richtung und sollte der Deutschen Bundesbank keine Schwierigkeiten machen.

Herr Gleske räumt wie Herr de Larosière ein, dass ein Land, das nicht über Gemeinschaftswährungen für Interventionen verfüge, sie sich beschaffen können sollte. Man müsse diesbezüglich daran erinnern, dass es den Mobilisierungsmechanismus als Mittel gebe, Interventionswährungen zu beschaffen, und dass ausserhalb des EFWZ DM/ECU-Swaps abgeschlossen wurden und weiterhin möglich seien. Überdies schliesse das EWS-Abkommen nicht aus, dass auf fallweiser Basis für intramarginale Interventionen die sehr kurzfristige Finanzierung in Anspruch genommen werden könne. Die Frage sei, ob man in diesem Bereich formelle Regeln oder Einrichtungen schaffen sollte. Beispielsweise würde dem Zentralbankrat der Deutschen Bundesbank, der auf die Autonomie der deutschen Notenbank Wert lege, die Idee missfallen, dass der Ausschuss der Zentralbankpräsidenten über eine Finanzierung intramarginaler Interventionen diskutieren und beschliessen würde, auch wenn Beschlüsse einstimmig gefasst werden müssten. Besser und wirksamer wäre, bei der bilateralen Formel zu bleiben und die Finanzierungsfrage von Fall zu Fall zu regeln.

Der Vorsitzende erklärt zunächst, die Banca d'Italia befürworte die Zugänglichkeit der sehr kurzfristigen Finanzierung für die intramarginalen Interventionen; er fasst anschliessend den ersten Teil der Diskussion des

Ausschusses wie folgt zusammen. Die Notenbankpräsidenten seien sich einig, dass die diskutierten Fragen praktischer und nicht theoretischer Natur sind. Die intramarginalen Interventionen, die bei der Gründung des EWS nicht vorgesehen waren, hätten sich als sehr nützlich erwiesen, um gewisse Nachteile des Systems auszugleichen, z.B. um zu vermeiden, dass gewisse Währungen in schwache Positionen gedrängt werden, die von den realen Gegebenheiten her nicht gerechtfertigt seien. Wenn aber die intramarginalen Interventionen manchmal nützlich seien, müsse man sie auch durchführen und somit finanzieren können. Die diesbezügliche Diskussion habe gezeigt, dass es nicht darum gehe, ob die Bereitstellung einer Finanzierung angebracht sei, sondern vielmehr um den Rahmen, in dem dies geschähe. Die Deutsche Bundesbank würde den Verzicht auf formelle Regeln und die Beibehaltung des derzeitigen bilateralen Rahmens vorziehen. Andere Zentralbanken möchten von einer blossen Praxis auf eine vermehrt strukturierte und multilaterale Einrichtung übergehen, was auch den Vorteil hätte, bei den Marktteilnehmern den Eindruck des Zusammenhalts der Zentralbanken zu verstärken. Die Inanspruchnahme einer solchen Möglichkeit wäre weder automatisch noch zwingend vorgeschrieben; sie würde sich in den Rahmen einer Prüfung des antragstellenden Landes einfügen. Dies wäre eine Absicherung gegen Missbräuche.

Herr Dini fragt sich, wie man die Vorstellung, das Direktorium der Deutschen Bundesbank könnte ermächtigt sein, von Tag zu Tag nach freiem Ermessen über die Finanzierung intramarginaler Interventionen zu entscheiden, mit jener vereinbaren könne, die Autonomie und Souveränität ihres Zentralbankrats würde beeinträchtigt, wenn ein Beschluss gleicher Art mit Zustimmung der Bundesbank im Rahmen des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten gefasst wird.

Herr Gleske präzisiert, dass die Praxis der intramarginalen Interventionen es bisher dem Direktorium der Bundesbank erlaubt habe, Beschlüsse zu fassen, über die es dann dem Zentralbankrat Rechenschaft ablegte, ohne je auf Widerstand zu stossen. Es gebe jedoch einen Unterschied zwischen dieser bilateralen Formel und jener, in der der Beschluss kollektiv und vielleicht im Wege einer Abstimmung gefasst werde, in einem Organ wie dem Ausschuss der Zentralbankpräsidenten. Die Vorliebe für das Bilaterale und die Verfügbarkeit schlossen eine Diskussion und Meinungsäusserung bei den Zusammenkünften in Basel nicht aus, aber ohne dass ein Entscheidungsverfahren bestehe.

Der Vorsitzende schlägt vor, die Frage der Annahmebeschränkung der ECU in Angriff zu nehmen; hier bestünden unterschiedliche Ansichten zum Vorschlag, sie abzuschaffen oder den jetzigen Prozentsatz von 50 % anzuheben.

Herr de Larosière weist darauf hin, dass es in diesem Bereich nicht zu Missbräuchen gekommen sei, und dass es nicht, wie von einigen ursprünglich befürchtet, zur Ansammlung von ECU-Beständen bei einigen strukturellen Gläubigerländern gekommen sei. Die Verbesserung der ECU-Verzinsung habe zu dieser Entwicklung beigetragen. Es mache daher den Anschein, dass die Annahmeregulierung, die anfangs festgesetzt worden sei, um diese Befürchtungen zu beschwichtigen, abgeschafft werden und man einer uneingeschränkten Verwendung der ECU im Saldenausgleich zustimmen sollte, dies um so mehr, als die ECU vollumfänglich gesichert ist und daher nicht das geringste Misstrauen erregen sollte.

Herr Duisenberg erinnert daran, dass schon jetzt nichts die Gläubiger daran hindere, auf freiwilliger Basis einen Saldenausgleich von mehr als 50 % in ECU anzunehmen. Schaffe man diese Beschränkung ab, so bedeute dies, dass die Gläubiger gezwungen wären, manchmal vielleicht gegen ihren Willen, mehr als 50 % anzunehmen; es gebe jedoch auf der ganzen Welt kein Reserveaktivum mit unbeschränkter Annahmepflicht. Überdies sei da eine Gefahr: wenn inskünftig die Minister die Schaffung von ECU gegen Landeswährungen beschliessen, was 1978 in Bremen erwogen worden sei, wäre eine Annahmebeschränkung nötig; wenn man sie aber jetzt abschaffe, so sei dies ein praktisch unwiderruflicher Schritt, oder man müsste dann auf die Möglichkeit verzichten, in Zukunft ECU gegen Landeswährungen zu schaffen.

Herr Gleske hält fest, er habe mit Interesse das von den Herren de Larosière und Duisenberg vorgebrachte Für und Wider angehört, und die Argumente würden bei der Sitzung des Zentralbankrats der Bundesbank am 27. August 1987 berücksichtigt werden.

Der Vorsitzende schlägt vor, die Frage des Haltens von Partnerwährungen in den Reserven zu behandeln; diese Frage hänge mit der ersten betreffend die Finanzierung der intramarginalen Interventionen zusammen. Arbeitsguthaben könnten nur mit Zustimmung der emittierenden Zentralbank gehalten werden. Es gäbe somit keine Automatik, und Ziel sei es, etwaige Interventionen zu erleichtern und das Funktionieren des Systems flexibler zu gestalten.

Herr de Larosière findet, der Text über das Halten von Gemeinschaftswährungen (Absatz 38 des Berichtsentwurfs) sei gar zu zurückhaltend. Man

könne solches Halten von Währungen nicht erzwingen, sondern es werde sich aus einer besseren wirtschaftspolitischen Koordination und einer verstärkten Glaubwürdigkeit der verschiedenen europäischen Währungen ergeben. Es sei jedoch wichtig hervorzuheben, dass in einem System, das auf vermehrter Überwachung beruht (wie jene, die erwogen wird) und die verschiedene Komponenten der Wirtschaftspolitik umfasst, die betroffenen Währungen von den teilnehmenden Ländern vermehrt als Arbeitsguthaben und mögliche Interventionsmittel gehalten werden sollten. Die derzeitige Praxis in diesem Bereich sei nicht befriedigend; es sei wünschenswert und logisch, die Bestände an Partnerwährungen auszubauen, um flexiblere Interventionen zu ermöglichen, als wenn Finanzierungsmechanismen der Gemeinschaft in Anspruch genommen werden müssen. Dieser Punkt hänge eng mit dem der Finanzierung der intramarginalen Interventionen zusammen; er sollte Gegenstand eines ausführlicheren Textes im Bericht sein.

Der Vorsitzende nimmt die Bemerkung von Herrn de Larosière zur Kenntnis und fordert die Zentralbankpräsidenten auf, sich zur Frage der gegenseitigen Annäherung der offiziellen und der privaten ECU, die im Bericht Nr. 60 der "Dalgaard-Gruppe" behandelt wird, zu äussern.

Herr Duisenberg weist darauf hin, dass die Stellvertreter den Bericht Nr. 60 noch nicht geprüft haben, und dass sie es tun könnten, ehe die Präsidenten darüber diskutieren.

Der Vorsitzende schlägt vor, diese Frage der gegenseitigen Annäherung der beiden ECU-Kreisläufe nicht heute zu behandeln; er erinnert daran, dass die Zentralbankpräsidenten über den gesamten Fragenkomplex des Ausbaus des EWS vor der informellen Konferenz der Finanzminister zu einem Schluss kommen müssen. Im jetzigen Stadium scheine die wesentliche Frage die zu sein, ob die derzeitigen Praktiken des EWS in der Form bilateraler und informeller Kontakte zwischen Zentralbanken beibehalten werden sollten oder im Gegenteil, bis zu welchem Grad sie in Anlehnung an die bestehenden Texte formell geregelt werden könnten. Der letztere Ansatz könnte vielleicht die Position der Zentralbanken stärken, die sonst Gefahr laufen, an der Zusammenkunft in Dänemark in einer Position der Schwäche aufzutreten.

Herr Mingasson ruft in Erinnerung, dass die Diskussion der Notenbankpräsidenten Teil eines umfassenderen Programms ist, das insbesondere die vollständige Liberalisierung des Kapitalverkehrs einschliesst. Dieser letztgenannte Aspekt sei spektakulärer und sehr augenscheinlicher Natur, und da ja zwischen den beiden Fragenkomplexen Liberalisierung des

Kapitalverkehrs und Stärkung des EWS eine Verbindung bestehe, wäre es angezeigt, dass die Notenbankpräsidenten in diesem Bereich Beschlüsse fassten, die einigermaßen erkennbar seien.

Herr de Larosière unterstreicht, man müsse sich bewusst sein, dass einige Länder dabei seien, den Kapitalverkehr vollständig freizugeben. Dies sei beispielsweise in Frankreich der Fall, das praktisch sämtliche Einzelbeschränkungen der Kapitalausfuhren für Tourismuszwecke abgeschafft habe. Es blieben nur noch einige Einzelheiten in der französischen Devisenreglementierung, die im übrigen eines Tages abgeschafft würden. Nach Ansicht der verantwortlichen Politiker, insbesondere in Frankreich, könne diese Liberalisierung nicht ohne eine sichtbare Verstärkung der geldpolitischen Zusammenarbeit erfolgen.

Der Vorsitzende erklärt, als Gouverneur der Banca d'Italia könne er die Bemerkungen von Herrn de Larosière nur unterstützen. Der Prozess der Liberalisierung des Kapitalverkehrs habe sich auch in Italien beschleunigt; er beruhe zwar auf der Entwicklung der inländischen Geldpolitik, müsse aber auch mit einer Verstärkung der geldpolitischen Zusammenarbeit und der Schaffung von Instrumenten verbunden sein, die vermehrte Interventionen am Markt ermöglichten. Man müsse nämlich imstande sein, einem Druck auf die Währung zu begegnen, und der Druck verstärke sich oft, wenn die Devisenreserven zurückgingen.

Herr Doyle bekräftigt, wie der Vorsitzende und Herr de Larosière, dass der Liberalisierungsprozess sich in den Rahmen eines Ausbaus des EWS einfügen müsse; die beiden Elemente seien untrennbar miteinander verbunden. Man habe eine Gleichung mit drei Gliedern vor sich: den Wechselkursen, den Zinssätzen und den Interventionen. Es gehe für die Zukunft des EWS nicht an, dass es eine Gruppe von Ländern gebe, die nur das Instrument der Zinssätze benutzten, während es einer anderen Gruppe freistünde, alle drei Instrumente einzusetzen. Eine vermehrte Teilnahme am Wechselkursmechanismus des EWS sei ebenfalls ein sehr wichtiges Element.

Der Vorsitzende schliesst die Diskussion, indem er daran erinnert, dass ein neuer Entwurf des Berichts vor Ende Juli verschickt werden wird, und dass die Zentralbanken danach ihre Kommentare sowohl zum Inhalt als auch zur Form abgeben können.