

PROTOKOLL *

DER 205. SITZUNG DES AUSSCHUSSES DER PRAESIDENTEN
DER ZENTRALBANKEN DER MITGLIEDSTAATEN
DER EUROPÄISCHEN WIRTSCHAFTSGEMEINSCHAFT
BASEL, DIENSTAG, 13. MAI 1986, 10 UHR

Anwesend sind: der Gouverneur der Bank of England und Ausschussvorsitzende, Herr Leigh-Pemberton, begleitet von den Herren Loehnis und Kirby; der Gouverneur der Banque Nationale de Belgique, Herr Godeaux, begleitet von den Herren Janson und Rey; der Gouverneur der Danmarks Nationalbank, Herr Hoffmeyer, begleitet von Herrn Mikkelsen; der Präsident der Deutschen Bundesbank, Herr Pöhl, begleitet von den Herren Gleske und Rieke; der Gouverneur der Bank von Griechenland, Herr Chalikias, begleitet von den Herren Papademos und Zarifopoulos; der Gouverneur der Banco de España, Herr Rubio, begleitet von den Herren Sánchez-Pedreño und Feito; der Gouverneur der Banque de France, Herr Camdessus, begleitet von den Herren Waitzenegger und Cappanera; der Gouverneur der Central Bank of Ireland, Herr Ó Cofaigh, begleitet von den Herren O'Grady Walshe und Reynolds; der Gouverneur der Banca d'Italia, Herr Ciampi, begleitet von den Herren Dini und Maserà; der Präsident der Nederlandsche Bank, Herr Duisenberg, begleitet von den Herren Szász und Boot; die Herren Saldanha do Valle und da Costa Pinto, Direktoren der Banco de Portugal; der Präsident der Kommission der Europäischen Gemeinschaften, Herr Delors, begleitet von den Herren Mingasson und Vignon; der Sekretär des Währungsausschusses, Herr Kees; der Generaldirektor des Luxemburgischen Währungsinstituts, Herr Jaans. Zugewegen sind ferner die Herren Raymond und Dalgaard, Vorsitzende der Expertengruppen. Ebenfalls anwesend sind der Generalsekretär des Ausschusses, Herr Morelli, und sein Beigeordneter, Herr Bascoul, sowie die Herren Scheller und Cook und die Herren Bockelmann und Dagassan.

* Endgültige, in der Sitzung vom 9. Juni 1986 gebilligte Fassung, die gegenüber dem Entwurf nur einige Aenderungen redaktioneller Art aufweist.

I. Billigung des Protokolls der 204. Sitzung

Der Ausschuss billigt einstimmig das Protokoll der 204. Sitzung, vorbehaltlich einiger Aenderungen redaktioneller Art, die im endgültigen Text Berücksichtigung finden.

II. Gedankenaustausch über:

- das Funktionieren der innergemeinschaftlichen Konzertation:
 - Vorlage des Berichts über die Entwicklung an den Devisenmärkten der an der Konzertation beteiligten Länder im April und während der ersten Maitage 1986 durch Herrn Dalgaard;
 - Verabschiedung des Ausschussberichts an die Finanzminister der EG-Länder;
- die letzte Leitkursanpassung.

Herr Dalgaard kommentiert den dem Protokoll beigelegten Bericht und hebt einige besondere Entwicklungen seit Anfang April hervor, insbesondere die am Wochenende 5./6. April durchgeführte Leitkursanpassung sowie die nachfolgenden Kursveränderungen und bedeutenden Interventionen.

Herr Loehnis erklärt, dass die Stellvertreter keine besonderen Bemerkungen zum monatlichen Bericht über die Devisenmärkte haben.

Der Vorsitzende stellt fest, dass der Ausschuss den Bericht genehmigt, der auf dem üblichen Weg den Finanzministern der EG-Länder zugestellt wird. Da dies die erste Ausschusssitzung seit der Zusammenkunft von Ootmarsum ist, könnten einige Ueberlegungen zum Realignment nützlich sein: Einerseits könne man zufrieden sein, dass die Anpassung ohne Störungen auf den Devisenmärkten vollzogen werden konnte, andererseits könne man sich fragen, wie dies einige auch getan haben, ob das Verfahren richtig gewesen sei, und insbesondere, was die Suspendierung der Interventionspflichten und die Aufhebung des Fixing für den Wechselkursmechanismus bedeutet haben.

Herr Loehnis ruft in Erinnerung, dass die Stellvertreter sich am 7. April, d.h. am Tag nach dem Realignment, mit diesen Themen befasst haben und dass eine Zusammenfassung der Diskussion verteilt worden ist. Die Stellvertreter hätten sich im wesentlichen zwei Fragen gestellt:

Erstens, ob die am Freitag, dem 4. April, angeordnete Suspendierung der Interventionspflicht (die de facto eine Suspendierung des Wechselkursmechanismus war) gerechtfertigt und angemessen war; zweitens, ob das Verfahren der Leitkursanpassungen überprüft und allenfalls verbessert werden sollte? Die Stellvertreter bejahten die erste und verneinten die zweite Frage. Sie fanden, dass eine gewisse Flexibilität des Verfahrens beibehalten werden sollte, waren aber der Meinung, dass eine Abweichung von den Regeln, wie die Suspendierung der Interventionspflichten, mit Vorsicht in Betracht gezogen werden sollte und dass die Abschaffung des Fixing in einigen Mitgliedsländern zu Problemen führen könne.

Der Vorsitzende teilt die Meinung der Stellvertreter, dass die Verfahren zur Leitkursanpassung nicht allzu streng geregelt werden sollten, sondern dass man auf diesem Gebiet flexibel und pragmatisch bleiben müsse.

Herr Duisenberg erklärt sich ebenfalls mit den Schlussfolgerungen der Stellvertreter einverstanden. Das angewandte Verfahren, das nicht gegen die geltenden Bestimmungen verstossen habe, sei angemessen gewesen. Man müsse jedoch beachten, dass das Realignment mit einem informellen Treffen der Wirtschafts- und Finanzminister zusammengefallen sei, was den Vorteil gehabt habe, dass man ruhig in einem von den Journalisten abgeschirmten Rahmen diskutieren konnte, was aber in Zukunft bei informellen Zusammenkünften dieser Art zu Spekulationen Anlass geben könnte.

Herr Camdessus dankt erstens seinen Kollegen für ihr sehr grosses Verständnis und ihre rasche Reaktion, als er am Nachmittag des Donnerstag, 3. April, durch den Ausschussvorsitzenden ein ziemlich ungewöhnliches Verfahren vorschlagen liess, und zweitens den niederländischen Behörden und Herrn Duisenberg für ihre effiziente Durchführung und Reorganisation der Sitzung des informellen Rates. Seiner Ansicht nach bilden die auf das Realignment folgenden Kapitalbewegungen - die von einigen Notenbankpräsidenten als übermässig beurteilt werden - eine weitere Rechtfertigung für das gewählte Vorgehen. Wenn nämlich die Spekulation sich am Freitag, dem 4. April, hätte frei entfalten können, wäre die Umkehr der Kapitalströme nach dem Realignment völlig unerträglich gewesen.

III. Untersuchung der gegenwärtigen Geldpolitik der EG-Länder und jüngster Veränderungen bei der Geldmengensteuerung aufgrund:

- des Berichts Nr. 28 der Expertengruppe unter dem Vorsitz von Herrn Raymond;
- der Monatsstatistiken.

A. Referat von Herrn Raymond

Der Bericht Nr. 28 bringt in seinen Kapiteln I und II und in den Anlagen I und II die halbjährliche Untersuchung der Geldpolitik, während Kapitel III und Anlage III die jüngsten Veränderungen bei der Geldmengensteuerung behandeln.

1. Die Konjunkturlage

Abgesehen von der Beschäftigung und trotz der Schwierigkeiten, strukturelle Massnahmen zur Sanierung der öffentlichen Finanzen durchzusetzen, sind die wirtschaftlichen Aussichten in den EG-Ländern besser geworden. 1986 verspricht ein erhöhtes Wachstum, begleitet von einem weiteren Rückgang der Inflation, aber ohne Gefährdung des aussenwirtschaftlichen Gleichgewichts. Der gleichzeitige Rückgang der Oelpreise und des Dollarkurses verstärken alles in allem diese günstigen Entwicklungen, selbst wenn einige Länder, die grosse Energieproduzenten sind (Grossbritannien und die Niederlande), in unmittelbarer Zukunft nicht direkt von den Veränderungen der Terms of trade profitieren.

Insgesamt hat sich die Konvergenz der wirtschaftlichen Ergebnisse zwischen den Mitgliedstaaten eher verbessert, insbesondere bei der Entwicklung der Lohnstückkosten. Diese laufende Verbesserung der Konvergenz in den letzten Jahren hat zweifellos dazu beigetragen, dass sich das 1983 erstellte Paritätengitter drei Jahre lang halten konnte, und dies trotz heftiger Schwankungen des Dollars. Dennoch sind seit November 1985 im Zusammenhang mit dem rückläufigen Dollarkurs im EWS Spannungen aufgetreten, die beträchtliche intramarginale Interventionen auslösten.

Das auf kaltem Weg durchgeführte Realignment, das am 7. April in Kraft trat, war hinsichtlich der gewogenen Wechselkurse gemässigt. Es scheint gut auf die gegenwärtige Wirtschaftslage abgestimmt, und da diese stabiler als vorher scheint, dürften die neuen Paritäten für längere Zeit

glaubwürdig bleiben. Die Märkte haben dies zur Kenntnis genommen, und es ist zu bedeutenden Kapitalrückflüssen, insbesondere aus Deutschland, gekommen. Die Länder, deren Währungen gegenüber der D-Mark abgewertet worden sind, sehen sich dem klassischen Dilemma nach einer Abwertung gegenüber, nämlich die Zinssätze genügend zu senken, um nicht künstlich Kapital anzuziehen, aber nicht zu sehr, um nicht die binnenwirtschaftliche Stabilität zu gefährden, die nach der Abwertung besonders notwendig ist.

Die Geldpolitik im zweiten Halbjahr 1985 und Anfang 1986 hat sich als flexibler erwiesen. Alles in allem hat die Liquidität eher schneller als vorgesehen zugenommen, und diese Entwicklung hat - ausser vielleicht in den Niederlanden, wo die Zügel angezogen wurden - im besten Fall nur zu korrigierenden Teilmassnahmen, die manchmal noch mit Verspätung ergriffen wurden, geführt. Insgesamt sind die Abweichungen gegenüber den Zielvorgaben bescheiden geblieben; sie scheinen im Einklang mit einer unerwartet günstigen Konjunktur und einem ausgeglichenen, unter Kontrolle gehaltenen Wachstum zu stehen. Die nominalen Zinssätze sanken im Berichtszeitraum, aber bis zur Leitkursanpassung war dies bei den realen Sätzen nicht der Fall, und zwar wegen des rascheren Rückgangs der Inflationsraten, insbesondere in den Ländern mit schwachen Währungen im EWS. Man kann daher annehmen, dass auf diesem Gebiet in binnenwirtschaftlicher Hinsicht ein gewisser Spielraum besteht, aber dieser ist durch die vom Markt spontan ausgelösten Kapitalströme begrenzt.

2. Jüngste Veränderungen bei der Geldmengensteuerung

a) Störungen bei den Geldmengenaggregaten

Seit 1983 hat die finanzielle Innovation allmählich auch die EG-Länder angesteckt, wie eine Art Spätwirkung der Krise, als diese sich schon abzuschwächen begann. So haben sich die technischen Störungen vervielfacht, während sich dagegen die Schwierigkeiten bei den geldpolitischen Zielsetzungen eher verringert haben. Mehrere Erscheinungen sind mit unterschiedlicher Intensität und zu verschiedenen Zeitpunkten je nach Land aufgetreten:

- die Einführung neuer finanzieller Produkte, welche die gewohnte Definition des eigentlichen Geldes verwischen und die Stabilität der Geldnachfrage beeinträchtigen;

- der wachsende Anteil liquider Aktiva, die zu Marktsätzen verzinst werden, ob nun infolge der Deregulierung oder infolge finanzieller Montagen; diese vorteilhaftere Verzinsung zeitigt manchmal perverse Auswirkungen bei der Anhebung der Zinssätze, die die Ausweitung der Geldmengenaggregate bremsen soll;
- eine grössere internationale Integration der Märkte;
- die Entwicklung von neuen Techniken zur Deckung der Zinsrisiken.

Die betroffenen Behörden reagierten unterschiedlich: Oft wurden zunächst die monetären Statistiken reformiert und dabei weitergefasste Definitionen der Aggregate eingeführt. Ferner wurde in manchen Ländern bei der Interpretation der Entwicklung der Geldmengenaggregate verstärktes Gewicht auf die Preisvariablen (Zinssätze, Wechselkurs) gelegt. Schliesslich begann man auch, die Komponenten des BIP aufmerksamer zu beobachten. In den Ländern, in denen quantitative Zwischenziele gebräuchlich waren, wurden sie trotz dieser technischen Probleme weiter verwendet, aber in einer weniger mechanischen Weise.

b) Änderungen im geldpolitischen Instrumentarium

In den meisten Fällen stellt man eine mehr oder weniger deutliche Tendenz zum Abbau der direkten Kontrolle des Kredits, der Zinssätze und vielleicht auch der Kapitalüberweisungen fest. In einer Anzahl EG-Länder hat daher die Steuerung der Bankenliquidität wesentliche Bedeutung gewonnen, und sie stützt sich immer weniger auf den Rediskont oder die bilateralen Beziehungen mit festen Sätzen zwischen den Banken und der Zentralbanken, sondern vermehrt auf die Offenmarktpolitik. Daraus ergibt sich eine grössere Flexibilität der Geldpolitik, eine schnellere Reaktionsfähigkeit der Währungsbehörden, insbesondere bei Zinssatzänderungen. Aus diesem Grund ist die Expertengruppe der Ansicht, dass dies alles in allem für die Stabilität des EWS auf lange Sicht eher günstig ist. Die Gruppe ist sich zwar über die Schwierigkeiten im klaren, die sich daraus ergeben können, meint aber, dass die mit vorübergehenden Konflikten zwischen binnenwirtschaftlichen Zielen und Zinszielen verbundenen Risiken nicht überschätzt werden dürfen.

B. Referat von Herrn Loehnis

Die Stellvertreter haben sich auf drei Hauptfragen konzentriert, die von den Zentralbankpräsidenten diskutiert werden könnten.

Erstens haben sie sich gefragt, ob der gegenwärtige Kurs der Geldpolitik - die, gemäss den Experten, "etwas lockerer gehandhabt worden zu sein (scheint) als ursprünglich geplant" - mit dem Ziel einer erneuten Senkung der Teuerung vereinbar ist. Der derzeitige Rückgang der Teuerung kann die der Inflationsbekämpfung gewidmete Aufmerksamkeit schwächen, aber man darf nicht vergessen, dass dieser Rückgang vor allem auf den Energiepreiserfall zurückzuführen ist, dessen Auswirkung eine einmalige ist, während diese Preise auf mittlere Sicht wieder anziehen könnten. In diesem Zusammenhang muss man sich fragen, ob das allgemeine Ueberschreiten der monetären Zielgrössen (sowohl in den EG-Ländern als auch in den nicht zur Gemeinschaft gehörenden grossen Industriestaaten) Risiken einschliesst, die genauer untersucht werden sollten.

Die zweite Frage bezieht sich auf die Erscheinung der zunehmenden Substitution, die auch von der Gruppe hervorgehoben worden ist, wobei die indirekten Mittel der Geldmengensteuerung die direkteren Methoden der Vergangenheit verdrängen. Die Entwicklung spielt sich im Rahmen einer wachsenden Liberalisierung der Finanzmärkte auf nationaler und internationaler Ebene und eines Abbaus der Devisenrestriktionen ab, wodurch die Wirksamkeit der direkten Kreditkontrolle beeinträchtigt wird; sie ist auch durch die sinkenden Inflationsraten erleichtert worden. Die vermehrte Verwendung von Zinssatzanpassungen als Instrument der Geldpolitik führt jedoch zwangsläufig zu einer grösseren Instabilität der Zinssätze. Ueberdies stellt sich die Frage, welche geldpolitischen Instrumente einer Situation fester Wechselkurse und unterschiedlicher monetärer Bedingungen am besten angepasst sind. In dieser Hinsicht vertreten einige Stellvertreter die Ansicht, dass wieder Umstände auftreten könnten, bei denen sich eine vorübergehende Rückkehr zur direkten Kreditkontrolle empfiehlt, und dass, solange die monetären Bedingungen unterschiedlich bleiben müssen, eine vollständige Abschaffung der direkten Kontrollmittel verfrüht wäre.

Die dritte Frage war die der Koordination der Geldpolitik. Solange die Divergenzen bei den grundlegenden Elementen weiter bestehen, müssen die Mitgliedsländer eine jeweils mehr oder weniger restriktive

Geldpolitik verfolgen. Da jedoch die Verfolgung rein inländischer geldpolitischer Ziele Spannungen im EWS verursachen kann, müssen die Länder ihre Geldpolitik straff koordinieren und ihr "policy mix" aufeinander abstimmen sowie, wenn nötig, von Zeit zu Zeit Leitkursanpassungen vornehmen.

Schliesslich haben die Stellvertreter einige spezifische Abänderungen des Berichtstextes vorgeschlagen; diese Vorschläge werden im Rahmen des üblichen schriftlichen Verfahrens behandelt werden, das der Uebermittlung des Berichts an den Währungsausschuss vorausgeht.

C. Diskussion des Ausschusses

Herr Duisenberg bemerkt, dass einige von den Experten dargelegte Erwägungen, insbesondere der positive Aspekt eines vermehrten Einsatzes von indirekten Steuerungsmethoden, die sich hauptsächlich der Zinssätze bedienen (letzter Satz des Berichts), und die Notwendigkeit differenzierter Geldpolitik zu unterschiedlichen Schlussfolgerungen führen können. Da die Zinssatzerwartungen im EWS wieder stabil geworden seien, müssten die Zinssätze harmonisiert werden, wolle man bedeutende destabilisierende Kapitalbewegungen vermeiden. Nun erforderten aber die andauernden Unterschiede bei den Eckdaten, insbesondere der Haushaltspolitik, eine Differenzierung der Geldpolitik und führten in einigen Ländern zu einem echten Dilemma zwischen den inneren und äusseren Zielen. Solange das Ideal einer vollständigen Konvergenz nicht erreicht sei, bleibe eine gewisse Autonomie der Geldpolitik unerlässlich, um die binnenwirtschaftliche Stabilität und eine bessere Konvergenz zu gewährleisten. In diesem Sinne könnten bestimmte Umstände die Verwendung von direkten Kontrollmethoden rechtfertigen. Daher sollten die Pläne zur Liberalisierung des Kapitalverkehrs, die Herr Delors noch kommentieren werde, zwar günstig aufgenommen werden, es müsste jedoch - wie gesagt, unter bestimmten Umständen - möglich bleiben, die Kreditaufnahme im Ausland zu beschränken.

Man müsse überdies sehen, dass die Geldmengensteuerung sich nicht überall immer mehr auf Offenmarktgeschäfte stütze. Dazu sei nämlich nötig, dass die betreffende Zentralbank über ein beträchtliches Portefeuille an Staatstiteln verfüge. In den Niederlanden beispielsweise sei dies nicht der Fall, und die Nederlandsche Bank hege nicht den Wunsch, ein solches Portefeuille anzulegen, denn dies liefe darauf hinaus, dem Staat

Kredit zu gewähren und den Zielen der Geldpolitik zuwiderzuhandeln. Hier liege ein Aspekt vor, der sowohl eine genauere Untersuchung mit Schwerpunkt auf dem Einfluss der Wahl der geldpolitischen Instrumente auf das Funktionieren des EWS als auch eine Aenderung des Berichts Nr. 28 verdiene, im Sinne einer Präzision, dass die Zentralbanken auf diesem Gebiet zu keinem endgültigen Schluss gekommen seien.

Herr Ciampi erklärt, der Bericht der Experten sei wie immer ausgezeichnet, und er möchte näher auf die Feststellung eingehen, dass eine Tendenz bestehe, sich immer weniger auf die quantitativen Zwischenziele zu stützen und immer mehr indirekte Methoden der Geldmengensteuerung anstelle der klassischen direkten Instrumente zu verwenden. Die langfristigen Vorteile eines solchen Prozesses schienen recht klar, aber der Bericht erwähne nicht die möglichen Folgen für die Geldpolitik eines vollständigen Uebergangs auf indirekte Instrumente und die Vor- und Nachteile eines zeitweiligen Einsatzes direkter Methoden bei besonderen Situationen. So hätte in Italien der Spekulationsdruck, der sich im Dezember 1985 gegen die Lira richtete und der zu einer enormen Zunahme der Lire-Bankkredite geführt habe, mit einer Anhebung der inländischen Zinssätze gemeistert werden können. Die Zinssätze hätten jedoch derart massiv angehoben werden müssen, dass die Kreditkosten prohibitiv geworden wären, nicht nur für die Staatskasse (angesichts des Ausmasses der öffentlichen Verschuldung und des hohen Anteils der variabel verzinslichen Kredite), sondern auch für die gesamte Wirtschaft. Dennoch bleibe die Banca d'Italia entschlossen, sich im allgemeinen, wenn nicht aussergewöhnliche Umstände vorlägen, auf Instrumente der indirekten Steuerung zu beschränken.

In diesem Zusammenhang sei es ziemlich überraschend, dass die Stellvertreter die Frage aufgeworfen haben, ob unter den gegenwärtigen Verhältnissen die Einführung einer Kreditplafonierung die Senkung der Nominalzinssätze ermöglichen würde. Die Situation sei je nach Land sehr unterschiedlich, und zum Beispiel habe man in Italien nicht das niederländische Problem eines fehlenden Portefeuilles von Staatstiteln, das erst eine aktive Offenmarktpolitik ermöglicht. Auf jeden Fall wäre es nützlich, wenn die Experten auf alle diese Punkte in ihrem nächsten ordentlichen Bericht oder einem Ad-hoc-Bericht näher eingingen; sie könnten auch untersuchen, ob in einigen Ländern die Bestimmungen über die Eigenkapitalbasis der Banken de facto ein Mittel zur Kontrolle der jähren Zunahmen der Bankkredite bilden.

Herr O Cofaigh erklärt, dass in Irland wie in zahlreichen anderen Ländern die Geldpolitik sich immer mehr der indirekten Interventionsmöglichkeiten bedient habe. Die Ausweitung des Kredits und der Geldmenge sei gering, und es sei daher nicht nötig gewesen, Richtlinien für die Kreditexpansion herauszugeben. Dagegen habe das hohe Niveau der nominalen wie auch der realen Zinssätze zu grosser Sorge Anlass gegeben, und das Hauptziel sei eben deshalb, die Zinssätze herunterzudrücken. In dieser Hinsicht sei das Ergebnis der Leitkursanpassung für Irland befriedigender als für andere Partner gewesen. Die Kapitalrückflüsse seien beträchtlich gewesen und hätten zu spürbaren Zinssatzsenkungen beigetragen; in einem Monat seien stufenweise der Interbanksatz für einen Monat um 4 Prozentpunkte und der Satz für kurzfristige Kredite der Zentralbank um 2 1/4 Punkte zurückgegangen.

Herr Camdessus gibt einige Kommentare zum Dilemma zwischen inneren und äusseren Zwängen und zur direkten oder indirekten Geldmengensteuerung ab. Das Dilemma sei jetzt gerade in Frankreich intensiv erlebt worden. Nach der Abwertung des französischen Franc, die schliesslich nur etwa 3,5% betragen habe, seien die Kapitalzuflüsse nach Frankreich in der Grössenordnung von US-\$ 10 Mrd. gelegen. Diese beeindruckende Zahl müsse dem Betrag von US-\$ 6 Mrd. der seit Dezember 1985 verzeichneten Abflüsse und der Verringerung um rund US-\$ 3 Mrd. der Francs-Guthaben von Gebietsfremden im Jahr 1985 gegenübergestellt werden. Dieser Zufluss habe natürlich zu einer Reaktion in Form einer Zinssatzsenkung um vorläufig 1 Prozentpunkt geführt. Das Dilemma werde offensichtlich, sobald man vom etwaigen zusätzlichen Spielraum spreche. Im Unterschied zu der Situation nach dem Realignment vom März 1983 habe die Banque de France nämlich keine Zielvorgabe für den Wiederaufbau der Reserven, da deren Stand als zufriedenstellend angesehen werde. Dagegen gebe es ein internes geldpolitisches Ziel, und angesichts der Reaktionen der öffentlichen Meinung in Frankreich müsse man bei der weiteren Reduktion der Zinssätze sehr vorsichtig sein, um die Geldpolitik nicht ihrer Glaubwürdigkeit zu berauben. Die Senkung der nominalen Sätze erfolge im Rahmen der Desinflation, und der Spielraum bei den realen Sätzen scheine nicht sehr gross.

Eine allmähliche Aufgabe der direkten Kreditkontrolle scheine nötig, vielleicht sogar unvermeidlich, und die Umstände seien dafür im Moment recht günstig. Es handle sich hier nicht um eine ideologische

Haltung, sondern eher um die Anerkennung von Grundtendenzen, die die Weiterführung einer direkten Geldmengenkontrolle schwierig machten. Unter diesen Tendenzen sei die rasche Entwicklung der finanziellen Neuerungen und auch die wegen der Desinflation und der bedeutend verbesserten Eigenfinanzierungsfähigkeit der Unternehmen ziemlich spürbar geringere Nachfrage nach dem klassischen Bankkredit zu nennen. Aus diesen Gründen sollte es möglich sein, die noch bestehende direkte Kreditkontrolle, die als Sicherheitsnetz beibehalten worden sei, bis Anfang 1987 abzuschaffen, allerdings nur unter der Voraussetzung, dass die Ergebnisse auf den Gebieten der Inflation und des Geldmengenwachstums den jetzigen Aussichten entsprechen. Eine solche Entwicklung sei für das Funktionieren der Marktwirtschaft in Frankreich gewiss günstig; sie habe jedoch einerseits als Gegenposten eine grössere Zurückhaltung bei der Senkung der Zinssätze und andererseits schliesse sie nicht aus, dass es unter etwas aussergewöhnlichen Umständen nützlich sein könnte, zu Massnahmen direkter Art zurückzukehren.

Herr Pöhl dankt Herrn Raymond und den Experten für ihren ausgezeichneten Bericht und macht einige Bemerkungen. Die direkte Kreditkontrolle sei in Deutschland nie gerne gesehen worden; man ziehe es dort vor, die Ursachen anzugehen. Es sei im übrigen sehr schwierig, eine solche Kontrolle in einem Land ohne Devisenrestriktionen wie Deutschland anzuwenden; vielleicht sei es in den Niederlanden leichter. Die finanziellen Innovationen und die starke Internationalisierung der Märkte stünden den direkten Methoden ebenfalls entgegen.

Die Leitkursanpassung, die alles in allem sehr gut geglückt sei, habe zu einem ungewöhnlichen Ergebnis geführt: Die D-Mark sei gegenüber dem Dollar stark, gegenüber dem französischen Franc und dem EWS als Ganzes jedoch schwach. Eine solche Situation könne kaum allein mit der Umkehrung der Kapitalströme erklärt werden, die nach einer Leitkursanpassung üblich sei. Die entsprechende Korrektur sei nämlich nach dem Realignment vom März 1983 sehr schnell beendet gewesen, was vermuten lasse, dass zur Zeit andere Faktoren mitspielen, insbesondere das Zinsgefälle innerhalb des EWS. Beispielsweise betrage dieses Gefälle etwa 3 Prozentpunkte zwischen Deutschland und Frankreich und noch mehr gegenüber Italien. Es sei daher normal, dass die Märkte einen solchen Unterschied ausnutzten, wenn das Wechselkursrisiko weitgehend verschwunden sei. Selbst wenn man annehmen könne, dass sich die Lage normalisieren werde, zweifellos langsamer

als frühere Male, müssten einige Anmerkungen gemacht werden. Erstens wäre es wünschenswert, die Zinsgefälle im EWS zu verringern, was bedeute, dass die Länder, deren aussenwirtschaftlicher Zwang beseitigt worden ist und die noch hohe Zinssätze haben, auf eine Senkung dieser Sätze hinarbeiten müssten, ohne jedoch binnenwirtschaftliche Ziele zu gefährden. Zweitens fehle der Bundesbank zur Zeit ein gewisser Spielraum sowohl bei der Interventions- als auch bei der Zinspolitik. So könne sie keine bedeutenden Dollarbeträge kaufen, ohne Spannungen im EWS zu schaffen (man könnte sich daher fragen, ob die Interventionen nicht aufgeteilt werden sollten); ebensowenig könne sie ihre Zinssätze senken, ohne die Differenzen zu verstärken und die Spannungen zu verschärfen. Ueberdies habe sich das Geldmengenwachstum in den letzten Monaten stark beschleunigt, teilweise in Zusammenhang mit der Situation vor dem Realignment, was nicht für eine Zinssatzsenkung spreche. Die Geldmarktsätze können unterschiedlich sein und variieren in der Tat zwischen den beiden Extremen 3,5% (Diskontsatz) und 5,5% (Lombardsatz). Auch ohne ein grosses Portefeuille an Staatstiteln betreibe die Bundesbank ein effizientes, flexibles System, das eine Feinregulierung ermögliche, und verwende dazu verschiedene Instrumente wie Wechselpensionsgeschäfte oder "repurchase agreements".

Herr Hoffmeyer ist der Meinung, dass die Haltung gegenüber den direkten Instrumenten sich hauptsächlich daraus ergibt, dass gegenwärtig keine wirkliche Wahl mehr besteht. Der Markt reagiere nämlich viel stärker auf direkte Kontrollen bestimmter Teile des Kreditwesens. Andererseits seien die Unterkategorien des Kreditsystems nicht mehr gegeneinander abgeschottet, so dass bei der Einführung von Beschränkungen ein hohes Risiko eines Fehlschlags bestehe. Bei den Eingriffen am Geld- und am Kapitalmarkt müsse man sehen, dass diese beiden Abteilungen - die kurz- und die langfristige - immer mehr ineinander übergingen und dass es schliesslich bedeutungslos sei, ob man am einen oder am anderen Ende eingreife. Im übrigen könne in Dänemark die Zentralbank ihre eigenen Titel ausgeben, und sie habe das auch getan. Wäre es gesetzlich möglich, beispielsweise in Deutschland und in den Niederlanden das gleiche zu tun?

Herr Godeaux ruft in Erinnerung, dass Belgien sich schon seit langem dafür entschieden hat, auf quantitative Zwischenziele zu verzichten und keine quantitativen Methoden für die Steuerung der Geldschöpfung zu verwenden. Dem Problem, die binnenwirtschaftlichen Ziele mit den aussenwirt-

schaftlichen in Einklang zu bringen, stehe man ständig gegenüber. Infolge des Grades der Oeffnung nach aussen, der der höchste in der Gemeinschaft und wahrscheinlich auch in der Welt ist, bilde der aussenwirtschaftliche Zwang eine bedeutende Einschränkung des geldpolitischen Instrumentariums, und in Wirklichkeit seien die binnenwirtschaftlichen Ziele den aussenwirtschaftlichen Zielen untergeordnet. Die im Bericht Nr. 28 überaus genau beschriebenen Entwicklungen seien sehr interessant, und es scheine unvermeidlich, dass bei der Suche nach einer vermehrten Konvergenz das Problem, die binnen- und aussenwirtschaftlichen Ziele in Uebereinstimmung zu bringen, immer akuter werde, bis zum Moment, in dem die Konvergenz perfekt sei. Dennoch müsse man auf diesem Weg weitergehen, dabei jedoch gewisse Handlungsmöglichkeiten beibehalten, um aussergewöhnlichen Spannungen oder Umständen, wie den von Herrn Ciampi genannten, begegnen zu können.

Herr Jaans bezieht sich auf den Kommentar von Herrn Loehnis und auf das Risiko, dass einige Länder angesichts der schon erzielten wirtschaftlichen Ergebnisse in ihren Bemühungen etwas nachlassen könnten. In diesem Zusammenhang wäre es vielleicht nützlich, dass beim nächsten halbjährlichen Bericht eine Bereinigung um die Auswirkung des Oelpreisschocks vorgenommen wird, d.h. dass die Geldpolitik beurteilt werden könnte, indem die Inflation um die Auswirkung des Oelpreiserückgangs korrigiert wird.

Herr Duisenberg präzisiert zur Offenmarktpolitik, dass man in den Niederlanden ähnliche Techniken (Termingeschäfte, Pensionsgeschäfte, Swaps etc.) benutze wie in Deutschland. Es entbehre nicht der Ironie, dass man in Frankreich, wo noch eine Devisenkontrolle besteht, für die vollständige Abschaffung der direkten Kreditkontrolle eintrete, während man in den Niederlanden, wo der Kapitalverkehr völlig frei ist, zwar eine direkte Kreditkontrolle nicht anwenden, aber sie im Arsenal der Instrumente behalten wolle. Es mache jedoch den Anschein, dass der Uebergang von einem System zum anderen sich in Frankreich in höheren Zinssätzen als bei Beibehaltung der direkten Kontrollen auswirke, was die Schwierigkeiten einer Uebergangsperiode deutlich mache. Hinsichtlich der Probleme im EWS spiele auch die Grösse der betroffenen Volkswirtschaften eine Rolle. Interventionen in Höhe von ECU 1 Mrd., wenn beispielsweise der französische Franc und der holländische Gulden an den gegenseitigen Interventionspunkten stehen, beeinflussten die monetären Bedingungen in den Niederlanden viel stärker als in Frankreich.

Aus diesen Erwägungen erkläre sich, warum ein Land wie die Niederlande, das keine Devisenbeschränkungen habe, es nützlich finde, die Möglichkeit einer direkten Kreditkontrolle offenzuhalten.

Herr Camdessus präzisiert, er sei nicht für die Abschaffung der quantitativen Kontrollen eingetreten, sondern habe diese angekündigt. Im übrigen scheine sich im EWS eine Art Doktrinänderung abzuspielen. Wenn früher ein Land seine Währung abgewertet habe, so habe man es aufgefordert, ein möglichst strenges Begleitprogramm in allen Bereichen aufzustellen. Jetzt aber scheine man Begleitmassnahmen zu empfehlen, die eine lockere Geldpolitik einschliessen, was für Frankreich nicht akzeptabel sei. In diesem Land habe man nämlich noch eine Inflation in der Grössenordnung von 3% (wahrscheinlich mehr, wenn man den Oelpreisrückgang ausklammerte) und daher müssten die nominalen französischen Zinssätze höher als die der Partner bleiben. Im übrigen scheine in dieser Hinsicht allgemeine Uebereinstimmung zu herrschen, was sich darin äussere, dass die Notwendigkeit einer differenzierten Geldpolitik anerkannt werde.

Der Vorsitzende weist darauf hin, dass der Expertenbericht den allgemein verbreiteten Ueberschreitungen der Geldmengenziele vielleicht keine grosse Bedeutung zumesse. Diese Ueberschreitungen seien wahrscheinlich nicht dramatisch und teilweise das Ergebnis von Umstrukturierungen der Finanzmärkte; man sollte sich jedoch nicht in einer trügerischen Bequemlichkeit wiegen, denn der im Moment durch das günstige Umfeld verschleierte Inflationsdruck könnte bei jeder sich bietenden Gelegenheit wieder offen zutage treten. Die halbjährlichen Berichte sollten daher für regelmässige Ueberprüfungen der Geldpolitik, ihrer Ergebnisse und ihres Kurses genutzt werden. Das Problem der Instabilität bei den Geldmengenaggregaten, das in mehreren Ländern auftrete, sei in Grossbritannien ganz besonders akut, und die Deutung der Entwicklung dieser Aggregate sei dort schwierig geworden. Die starke Zunahme der Liquidität könne jedoch offenbar als Zeichen des Vertrauens in die liquideren Aktiva aufgefasst werden. Der Liquiditätskoeffizient sei derzeit im übrigen nicht sehr viel höher als zu Anfang der sechziger Jahre, einer Zeit starker Inflation, und sei vielleicht angesichts der gegenwärtigen Desinflation und verglichen mit der Vergangenheit nicht allzu besorgniserregend. Es wäre nützlich, wenn sich die "Raymond-Gruppe" mit diesen Fragen beschäftigen könnte, neben den schon von mehreren Zentralbankpräsidenten erbetenen Untersuchungen

über die Wahl der geldpolitischen Instrumente und ihren Einfluss auf das Funktionieren des EWS.

Herr Raymond bemerkt zunächst, dass es nur von Vorteil sei, wenn der Text des Berichts verbessert werde, insbesondere wenn die Abänderungen künftige Arbeiten ankünden; die Änderungen könnten im Rahmen des üblichen schriftlichen Verfahrens vor Weiterleitung des Berichts an den Währungsausschuss vorgenommen werden. Andererseits hätten die Notenbankpräsidenten gewünscht, dass die Expertengruppe sich mit gewissen Dilemmas befasse. Erstens mit dem Problem politischer Natur, nämlich den Konflikten zwischen binnen- und aussenwirtschaftlichen Zielen, die sich unter anderem in der Frage äussern, ob die Zentralbanken eher die nominalen oder die realen Zinssätze einander annähern sollten. Zweitens mit dem Dilemma technischer Natur der Wahl zwischen direkten und indirekten Instrumenten. Die Experten könnten eine technische Bilanz der Vor- und Nachteile der Anwendung direkter Massnahmen, ob nun als ständiges Instrument oder vorübergehend, erstellen; sie könnten auch eine technische Beurteilung der etwaigen Grenzen der Offenmarktpolitik abgeben; diese Arbeiten kämen zu den schon vom Ausschuss verlangten Ueberlegungen zur Konvergenz hinzu.

Herr Dini ist der Meinung, dass, liegen keine sachlichen Irrtümer vor, der Expertenbericht nicht geändert werden sollte, da die Ansichten oder Beurteilungen der Zentralbankpräsidenten im Protokoll der Ausschusssitzung erscheinen.

Herr Duisenberg ist der Ansicht, dass hinsichtlich der Position der Niederlande tatsächlich ein sachlicher Irrtum vorliegt; er wird im Rahmen des schriftlichen Verfahrens eine geringfügige Korrektur des Textes vorschlagen.

IV. Gedankenaustausch über die Pläne der Kommission zur Liberalisierung des Kapitalverkehrs

Der Vorsitzende ruft in Erinnerung, dass Präsident Delors an der März-Sitzung ein Programm der Kommission zur Liberalisierung des Kapitalverkehrs angekündigt und angeboten hatte, darüber im Ausschuss zu sprechen, ehe er es den Ministern vorlege. Die Zentralbankpräsidenten haben vor der Sitzung eine Note zu diesem Programm (s. Anlage) erhalten und freuen sich, als erste darüber informiert zu werden.

Herr Delors dankt den Zentralbankpräsidenten für die Gelegenheit, ihre Meinung zu einem schwierigen Gebiet mit ehrgeizigen Zielsetzungen einholen zu können. Die Verbalnote ist ausschliesslich an die Notenbankpräsidenten verteilt und in doppelter Absicht verfasst worden: einerseits zu zeigen, inwiefern der freie Kapitalverkehr absolut notwendig und im Einklang mit dem zentralen Ziel eines grossen Binnenmarktes ist, und andererseits einen Entwurf für ein Arbeitsprogramm für 1986/87 für den Ministerrat und damit auch für den Ausschuss der Zentralbankpräsidenten und den Währungsausschuss vorzulegen.

Ehe er auf das Programm der Kommission eingeht, macht Herr Delors drei Vorbemerkungen. Erstens ist die Europäische Gemeinschaft eine rechtliche Gemeinschaft und daher existieren im Vertrag verschiedene, nicht immer sehr kohärente Bestimmungen, auf die sich aber ein Land oder ein Rat berufen kann, um einen Entschluss zu bewirken, ohne dass dieser zuvor von den beiden Ausschüssen reiflich überlegt worden wäre. Zweitens gibt es neben dem Recht die Realitäten, in anderen Worten: Die Vorschläge haben nicht automatische Auswirkungen für die zwölf Mitgliedsländer, da die wirtschaftliche Lage berücksichtigt werden muss, was bedeutet, dass in einigen Ländern Schutzklauseln beibehalten oder finanzielle Mechanismen verwendet werden, um die Konvergenz zu fördern. Drittens wird die vollendete Freizügigkeit des Kapitalverkehrs zu ziemlich heiklen Harmonisierungsproblemen, insbesondere bei der Besteuerung der Finanzmittel und vielleicht auch bei der Bankengesetzgebung, sowie zu Problemen einer engeren währungspolitischen Zusammenarbeit führen.

Herr Delors beschreibt anschliessend kurz die gegenwärtige rechtliche Lage, diejenige der verschiedenen Mitgliedstaaten gegenüber dem Gemeinschaftsrecht und die gestaffelte, realistische Globalstrategie.

Das Gemeinschaftsrecht - nicht nur der Vertrag, sondern auch die Richtlinien von 1960 und 1962 - sieht für die Länder die Verpflichtung vor, ihren Kapitalverkehr freizugeben mit Ausnahme der Geldmarktgeschäfte und kurzfristigen Kredite, der Bürgschaften und anderen Garantien im Zusammenhang mit Finanzkrediten und der Bildung von Fremdwährungseinlagen. Die Lead-and-lag-Geschäfte werden vom Gemeinschaftsrecht nicht erfasst; nach Meinung der Kommission sollten sie nach Abschluss des Liberalisierungsprozesses uneingeschränkt möglich sein.

Die Lage der einzelnen Mitgliedstaaten ist folgende: Die Existenz eines doppelten Devisenmarktes in Belgien ist im Vertrag vorgesehen und daher nicht Gegenstand einer Schutzklausel. Von den übrigen Mitgliedern wenden sechs das Gemeinschaftsrecht vollumfänglich an und gehen sogar darüber hinaus. Die sechs anderen Länder haben abweichende Regelungen, vier aufgrund der Schutzklauseln von Artikel 108 des Vertrags (Frankreich, Irland, Italien und Griechenland) und zwei gemäss den Beitrittsverträgen (Spanien und Portugal). Diese Klauseln sind befristet und laufen zwischen Dezember 1986 und Dezember 1992 (Portugal) ab. Während die Liberalisierung des Kapitalverkehrs weiter fortschreitet, werden gewisse Länder diese Klauseln aufrechterhalten, so dass die Liberalisierung praktisch in zwei Tempi erfolgt.

Die gestaffelte Strategie könnte zwei Phasen umfassen. In einer ersten Phase würde man die alten Schutzklauseln aufheben und die Befreiung der Geschäfte der Liste C, mit Ausnahme der Finanzkredite, bestätigen. Vorschläge in diesem Sinne könnten vom Rat der Wirtschafts- und Finanzminister, dem Ausschuss der Zentralbankpräsidenten und dem Währungsausschuss vom zweiten Halbjahr 1986 an geprüft werden. In einer zweiten Phase würden die Geschäfte der Liste D befreit, im wesentlichen Geldmarktgeschäfte, Finanzkredite und Bildung von Fremdwährungseinlagen im In- und Ausland. Ein Vorschlag könnte im zweiten Halbjahr 1987 geprüft und die Lead-and-lag-Geschäfte hinzugenommen werden. Jederzeit könnten Ausnahmen bewilligt werden, sei es aufgrund von Artikel 108 (Zahlungsbilanzschwierigkeiten), sei es aufgrund von Artikel 73 (Schwierigkeiten auf den inländischen Kapitalmärkten), sei es aufgrund einer besonderen, in der neuen Richtlinie vereinbarten Schutzklausel.

Parallel zu dieser technischen Arbeit der Vorschläge in zwei Etappen möchte die Kommission, zusammen mit den beiden Ausschüssen, Ueberlegungen zu Prognosen hinsichtlich der Probleme, die die Liberalisierung des Kapitalverkehrs in ihrem Endstadium mit sich bringt, beginnen. In diesem Sinne sollten vier Fragen untersucht werden.

Erstens: Genügt die vollständige Befreiung des Kapitalverkehrs als Voraussetzung für die Freizügigkeit der finanziellen Dienstleistungen in der Gemeinschaft? Man berührt hier Elemente wie das Niederlassungsrecht der Banken, die Sorgfaltsbestimmungen, den Sparerschutz, den Emissionenkalender etc.

Zweitens: Wird diese Befreiung des Kapitalverkehrs die Finanzierungs-kreisläufe in der Gemeinschaft verändern? Werden die Kapitalien, beispielsweise in einer Art optimaler Ressourcenverteilung von Ländern mit gesunder und blühender Lage in jene Länder fliessen, deren Lage weniger gut ist, und werden die kleinen und mittleren Unternehmen von besseren Finanzierungsmöglichkeiten als heute profitieren?

Drittens: Müssen die Regeln über die monetäre Zusammenarbeit geändert werden, da im Endstadium das Problem Gemeinschaft gegen Aussenwelt auftauchen wird, das auf einer höheren Stufe das heutige Dilemma zwischen binnen- und aussenwirtschaftlichen Zielen reproduziert?

Viertens: Wie gross wird die Hoheitsgewalt der Gemeinschaft in den Beziehungen mit Drittländern sein? Die Kommission hat schon jetzt vorgeschlagen, die Gemeinschaft solle als Ganzes mit Japan über die Oeffnung des japanischen Marktes und die Internationalisierung des Yen verhandeln. Einige Mitgliedsländer stehen diesem Vorschlag ablehnend oder mit Vorbehalten gegenüber, aber müsste man sich nicht schon jetzt Gewohnheiten aneignen, die gemeinschaftliche Verhandlungen mit den anderen grossen Organismen ermöglichen?

Der Vorsitzende dankt Herrn Delors für sein Referat, dessen Inhalt ein vertieftes Nachdenken in ausrunderter Verfassung erfordert, aber dessen Ziel - die Beschleunigung der Liberalisierung des Kapitalverkehrs - gewiss unterstützt werden muss.

Herr Pöhl erklärt, man müsse noch im einzelnen auf die von Herrn Delors dargelegten Pläne eingehen, und er dankt letzterem, dass er sie zuerst den Notenbankpräsidenten vorgelegt hat. In diesem Stadium könne man sagen, dass die Pläne Unterstützung verdienen. Die Freizügigkeit des Kapitals sei nämlich ebenso wichtig wie jene der Güter und Dienstleistungen. Ueberdies sei es wichtig, dass die kleinen und mittleren Unternehmen überall das nötige Kapital finden könnten, während dies oft den grossen Unternehmen vorbehalten sei. Schliesslich sei die Befreiung des Kapitalverkehrs eine der Voraussetzungen für die weitere Entwicklung des EWS. Zwei Aspekte sollten hervorgehoben werden. Zunächst die Art und Weise, wie sich der integrierte Gemeinschaftskapitalmarkt in die übrige Welt einfügen werde, insbesondere gegenüber Dollar und Yen. Man dürfe nämlich nicht ein europäisches Ghetto schaffen; dies wäre ein Rückschritt und im übrigen für Deutschland nicht möglich und akzeptabel, da die

D-Mark schon eine internationale Währung ist. Dann erlange die Zusammenarbeit zwischen den Zentralbanken wesentliche Bedeutung im Zusammenhang mit den Kapitalströmen, die eher noch zunehmen werden, während sie schon jetzt Probleme schafften. Aufgrund der auf diesem Gebiet schon gesammelten Erfahrungen und mittels ständiger Bemühungen sollte jedoch dank Zusammenarbeit in Zukunft dieser Situation begegnet werden können.

Herr Camdessus schliesst sich dem Dank Herrn Pöhls an den Präsidenten der Kommission sowohl für die Qualität der Vorschläge als auch das gewählte Verfahren an. Selbstverständlich werde die Liberalisierung des Kapitalverkehrs mit offenen Grenzen erfolgen, d.h. ohne Sperrgürtel gegen aussen, und man müsse sich daher an bedeutende Zu- und Abflüsse gewöhnen, aber es lohne sich, das Risiko einzugehen. Die Prognoseuntersuchung über die Auswirkungen der finanziellen Integration sollte die zwei nachstehenden Punkte berücksichtigen. Erstens die Verbindungen oder die Parallelität zwischen dem Programm der Liberalisierung des Kapitalverkehrs und der Entwicklung und dem Ausbau des EWS. Zweitens die Notwendigkeit einer ebenfalls parallel laufenden engeren Koordination der Geldpolitik und einer verstärkten Koordination der Finanzpolitik. Letzteres Gebiet sei von grosser Bedeutung und sollte Gegenstand ausführlicher Darlegungen in der Gesamtstudie sein, die die Minister im kommenden Herbst in Angriff nehmen sollen.

V. Weitere Fragen innerhalb der Zuständigkeit des Ausschusses

Es liegen keine weiteren Fragen vor.

VI. Zeit und Ort der nächsten Sitzung

Der Vorsitzende erinnert daran, dass wegen der Generalversammlung der BIZ die nächste Sitzung des Ausschusses traditionsgemäss am Montag, dem 9. Juni 1986 um 10 Uhr, unmittelbar vor der Generalversammlung stattfindet; sie wird auf Routinefragen beschränkt sein, d.h. Billigung des Protokolls, Verabschiedung des Konzertationsberichts und gegebenenfalls eine weitere Frage. Der Konzertationsbericht wird von den Experten an deren Sitzung vom Montag, 8.30 Uhr, vorbereitet und ausnahmsweise direkt

den Zentralbankpräsidenten vorgelegt werden, da den Stellvertretern die Zeit für eine Sitzung fehlt.

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

APRIL 1986

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 April und während der ersten Maitage 1986.

I. ENTWICKLUNG DER WECHSELKURSE

Die Entwicklung wurde durch folgende wesentliche Ereignisse bestimmt:

- die Leitkursneuordnung im Europäischen Wechselkursverbund, die mit Wirkung vom 7. April ohne übermässige Spannungen vonstatten ging;
- ein erneuter deutlicher Wertverlust des Dollars gegenüber dem Yen und den europäischen Währungen;
- weitere Senkungen der Leitzinssätze der Zentralbanken der Vereinigten Staaten, Japans und einer Reihe von europäischen Zentralbanken.

Der US-Dollar setzte im April seinen Kursrückgang fort; er büsste per saldo 5% gegenüber den europäischen Währungen ein und sank gegenüber dem japanischen Yen um 6% auf einen neuen Tiefpunkt. Einige Deckungsgeschäfte für Baisseengagements vor dem Gipfeltreffen in Tokio

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

trugen dazu bei, dass der Dollar den Monat etwas über seinen Tiefstwerten schliessen konnte. Die Teilnehmer an den Devisenmärkten blieben während des ganzen Monats besorgt, dass die flauere Wirtschaftstätigkeit in den USA und ein schwaches Handelsergebnis weiterhin sowohl auf den Dollar als auch auf die US-Zinssätze drücken würden. Während die langfristigen US-Zinssätze bis etwa Mitte des Monats sanken, löste unter anderem die wachsende Besorgnis hinsichtlich der Nachfrage ausländischer Investoren nach amerikanischen Wertpapieren einen Preissturz aus, und die Anleiherenditen schlossen den Monat per saldo praktisch unverändert. Die von der Federal Reserve vorgenommene Rücknahme des Diskontsatzes um 1/2 Prozentpunkt mit Wirkung vom 21. April, die bloss den offiziellen Satz den Geldmarktsätzen anpasste und weitherum erwartet wurde, hatte offenbar keine direkte Auswirkung auf den Dollar auf den Devisenmärkten.

Die Neufestsetzung der Währungsrelationen im EWS fand am Wochenende 5./6. April statt. Am Freitag davor hatten die EWS-Zentralbanken die Interventionskurse suspendiert und damit wahrscheinlich umfangreiche Interventionen vermieden.

Die neuen bilateralen Leitkurse sind das Ergebnis der folgenden relativen Änderungen:

- D-Mark und Gulden: + 3%
- belgischer Franc und dänische Krone: + 1%
- irisches Pfund und italienische Lira: 0%
- französischer Franc: - 3%

Die auf dem Markt nach dem Realignment beobachteten Wechselkursveränderungen blieben wie gewöhnlich hinter den Prozentsätzen der Leitkursanpassungen zurück. Dies hatte zur Folge, dass sich in einigen Fällen die Positionen innerhalb des Gemeinschaftsbandes veränderten. So sanken die D-Mark und der Gulden von der Spitze des Bandes auf den unteren Interventionspunkt, während das irische Pfund vom unteren Ende des Bandes zu einer Position deutlich oberhalb der Bandmitte aufstieg. Infolgedessen befestigten sich die D-Mark und der Gulden lediglich um ungefähr 3% gegenüber dem französischen Franc und notierten sogar etwas schwächer gegenüber den anderen EWS-Währungen.

Im einzelnen verzeichneten die Währungen des Verbundes nach der Neuordnung die nachstehend beschriebenen Entwicklungen:

Die D-Mark notierte eine Zeitlang gegenüber dem französischen Franc am unteren Interventionspunkt und musste mit umfangreichen Interventionen gestützt werden. Daneben wurden namhafte intramarginale DM-Käufe von der Banca d'Italia und der Banque Nationale de Belgique vorgenommen. Im weiteren Verlauf des Monats konnte die D-Mark ihre Position verbessern, lag aber am Monatsultimo immer noch nahe am unteren Interventionspunkt gegenüber dem französischen Franc. Diese Situation war einer der Faktoren, die gegen eine weitere Zinssenkung sprachen.

Der französische Franc war besonders gefragt; er rückte an die Spitze des Kursbandes und stand zunächst gegenüber der D-Mark, dann gegenüber dem Gulden an seinem oberen Interventionspunkt. Nachdem die Banque de France ihren Leitzinssatz in zwei Schritten um 3/4 Prozentpunkte auf 7,5% gesenkt hatte, tendierten die Sätze auf dem Geldmarkt nach unten, während die Euro-Franc-Sätze sich vom 8. April an den Inlandssätzen anglichen.

Der belgische Franc festigte sich; infolgedessen konnte die Nationalbank die Zinssätze spürbar senken und bedeutende Devisenkäufe tätigen.

Der holländische Gulden schloss nahe dem unteren Rand des neuen EWS-Bandes ab. Im Verlauf des Monats nahm er anstelle der D-Mark den Platz der schwächsten Währung im System ein und musste mit namhaften Beträgen an den Interventionspunkten gegenüber dem französischen Franc gestützt werden. Diese Entwicklung schlug sich in einem leichten Anziehen der kurzfristigen Zinssätze nieder.

Die dänische Krone fiel beinahe an den unteren Rand des engen Kursbandes, und die kurzfristigen Zinssätze verharrten auf ihrem hohen Niveau. Die privaten Kapitalimporte reichten zur Deckung des Leistungsbilanzdefizits nicht aus und entsprechend intervenierte die Danmarks Nationalbank mit Devisenabgaben auf dem Markt.

Das irische Pfund profitierte von bescheidenen Rückflüssen und behauptete sich deutlich über der Mitte des neuen Bandes. Die Central Bank of Ireland senkte am 8. April ihren Zinssatz für kurzfristige Darlehen um $1 \frac{1}{4}$ auf $12 \frac{1}{2}$ %.

Die italienische Lira behielt während des ganzen Monats ihre Position nahe dem oberen Rand der engen EWS-Schwankungsmarge. Die Banca d'Italia füllte weiterhin ihre Reserven durch Kauf von beträchtlichen DM-Beträgen auf. Am 25. April wurde der Diskontsatz um 1 Prozentpunkt auf 13% gesenkt.

Das Pfund Sterling gewann gegenüber dem schwächer werdenden Dollar an Boden, konnte aber mit den Gewinnen der anderen europäischen Währungen nicht Schritt halten, da nach der Leitkursanpassung im EWS wieder Gerüchte aufkamen, dass sich das Pfund bald dem Wechselkursverbund anschliessen würde. Niedrigere Zinssätze (die "base rate" der britischen Clearingbanken wurde in zwei Schritten um insgesamt 1 Prozentpunkt auf 10,5% gesenkt) bremsten ebenfalls den Kursanstieg des Pfundes. Im Monatsverlauf blieb der Index des gewogenen Aussenwerts des Pfundes praktisch unverändert auf 76,5.

Die spanische Peseta erreichte gegenüber dem US-Dollar ihren höchsten Stand seit Anfang Mai 1983 (138,39 am 29. April) und schloss den Monat auf 139,097; bei beiden Zahlen handelt es sich um amtlich festgelegte Kurse. Während die Peseta gegenüber dem US-Dollar und dem französischen Franc 6 bzw. 2,1% zulegte, büsste sie gegenüber den anderen EWS-Währungen durchschnittlich $1 \frac{1}{4}$ % ein. Der gewogene Aussenwert der Peseta gegenüber den EG-Währungen schwächte sich ab. Die umfangreichen Nettointerventionsverkäufe der Banco de España spiegelten wenigstens teilweise die bedeutenden Käufe der Geschäftsbanken zur Deckung von Terminverkäufen im Zusammenhang mit beträchtlichen vorweggenommenen Tilgungszahlungen im Verlauf des Monats wider. Solche Kassadeckungspositionen für Geschäftsbanken wurden im April liberalisiert, was eine Verlagerung von Zentralbankreserven zu Geschäftsbankpositionen mit sich brachte.

Die griechische Drachme gewann gegenüber dem US-Dollar 4,4%, verlor dagegen gegenüber der ECU 0,3% an Wert; ihr gewogener Aussenwert ging um 0,2% zurück.

Der gewogene Aussenwert des Escudo wurde im April um 0,9% gemäss dem zuvor von der Regierung angekündigten Programm gesenkt. Während des gleichen Zeitraums verlor der Escudo gegenüber der ECU 2% an Wert, während er gegenüber dem US-Dollar um 4,2% anstieg.

Der Schweizer Franken verzeichnete im Zusammenhang mit dem Realignment einige Schwankungen gegenüber den EWS-Währungen. Später festigte er sich und kam gegenüber der D-Mark wieder auf den im März vorherrschenden Stand zurück. Der Hauptfaktor für den Anstieg des gewogenen Aussenwerts um 2,2% war der schwächere US-Dollar.

Der gewogene Aussenwert der schwedischen Krone blieb dank Devisenzuflüssen im Zusammenhang mit Exporten weiterhin stabil, so dass die Sveriges Riksbank den Diskontsatz von 8,5 auf 8% senken konnte.

Die norwegische Krone blieb schwach und verharrte fast während des ganzen Monats nahe am unteren Rand der Schwankungsmarge gegenüber dem Währungsindex, während die Unruhe auf dem Markt in Erwartung einer Abwertung der Währung wuchs. Die Bank von Norwegen musste mit beträchtlichen Devisenabgaben intervenieren.

Der kanadische Dollar festigte sich während des Monats gegenüber dem US-Dollar und schloss mit einem Wertgewinn von 1,4% auf US-\$ 0,7264. Das ausländische Interesse für auf kanadische Dollars lautende Titel und die Umwandlung des Erlöses aus der Aufnahme von Fremdwährungskrediten im Ausland trugen am meisten zur Stützung des Dollars bei. Diese Gewinne wurden erzielt, obwohl das Gefälle zwischen den kurzfristigen Zinssätzen in Kanada und in den Vereinigten Staaten, das die Anlagen in kanadischen Dollars begünstigt, um etwa 1 Prozentpunkt abgenommen hat. Dennoch ist das Zinsgefälle relativ gross geblieben; er lag am Monatsultimo in der Grössenordnung von 2 1/4%.

Der japanische Yen befestigte sich im Verlauf des Monats gegenüber dem US-Dollar um 6,9% an. Nachdem er in der ersten Monatshälfte um die 180 Yenmarke gependelt war, stieg er in der zweiten Hälfte kräftig an, hauptsächlich infolge der sinkenden langfristigen US-Zinssätze. Er erreichte am 24. April zeitweise einen historischen Höchststand von 166,65. Gegenüber den grösseren europäischen Währungen festigte sich der Yen etwas.

II. INTERVENTIONEN

A. Interventionen in US-Dollar

Nach Nettokäufen von US-\$ 0,6 Mrd. im März schlossen die US-Dollar-Interventionen im April netto mit Käufen im Betrag von US-\$ 2,2 Mrd.; dieser Betrag setzte sich aus Bruttokäufen von US-\$ 6,9 Mrd. und Bruttoverkäufen von US-\$ 4,7 Mrd. zusammen. Die umfangreichsten Nettokäufe tätigten die Zentralbanken Japans, Kanadas und Grossbritanniens. Die bedeutendsten Dollarabgaben netto erfolgten durch die Zentralbanken Norwegens und Spaniens.

B. Interventionen in Gemeinschaftswährungen

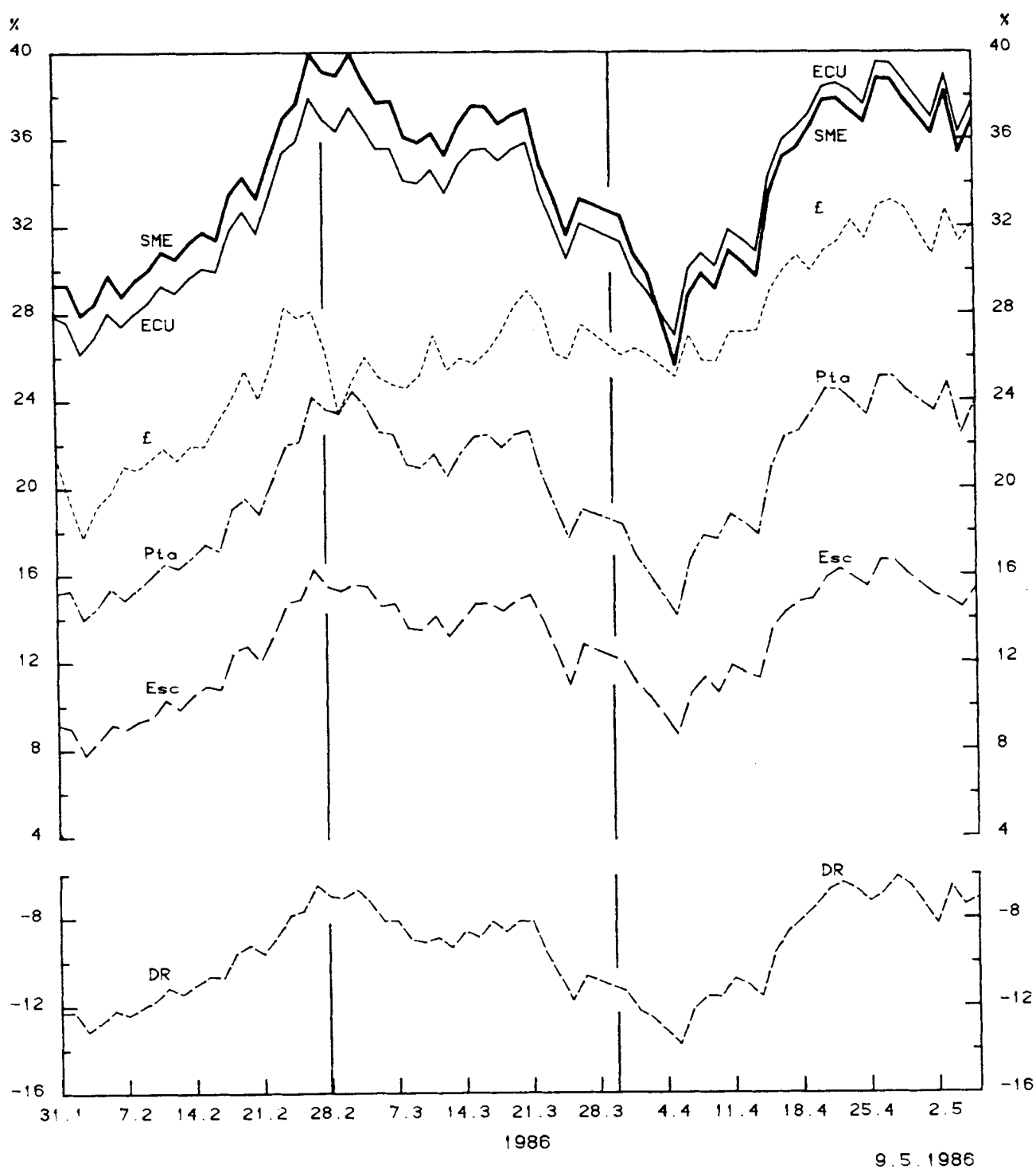
Die Bruttointerventionen in Gemeinschaftswährungen beliefen sich auf den Gegenwert von US-\$ 13,7 Mrd. und fanden weitgehend an den Interventionskursen statt. Die Interventionen vor der Leitkursneuordnung vom 6. April bestanden im wesentlichen aus DM-Nettokäufen der Banque de France und der Banca d'Italia. Die bedeutendsten Interventionen nach der Leitkursanpassung tätigten die Banque de France, die D-Mark und in geringerem Umfang Gulden an den Interventionspunkten kaufte, sowie die Banca d'Italia und die Banque Nationale de Belgique, die D-Mark intramarginal erwarben.

III. DIE ERSTEN MAITAGE

Der US-Dollar schwankte weiterhin von Tag zu Tag; insgesamt gesehen schwächte er sich erneut gegenüber dem Yen ab, während sich gegenüber den meisten übrigen Währungen keine nennenswerten Veränderungen

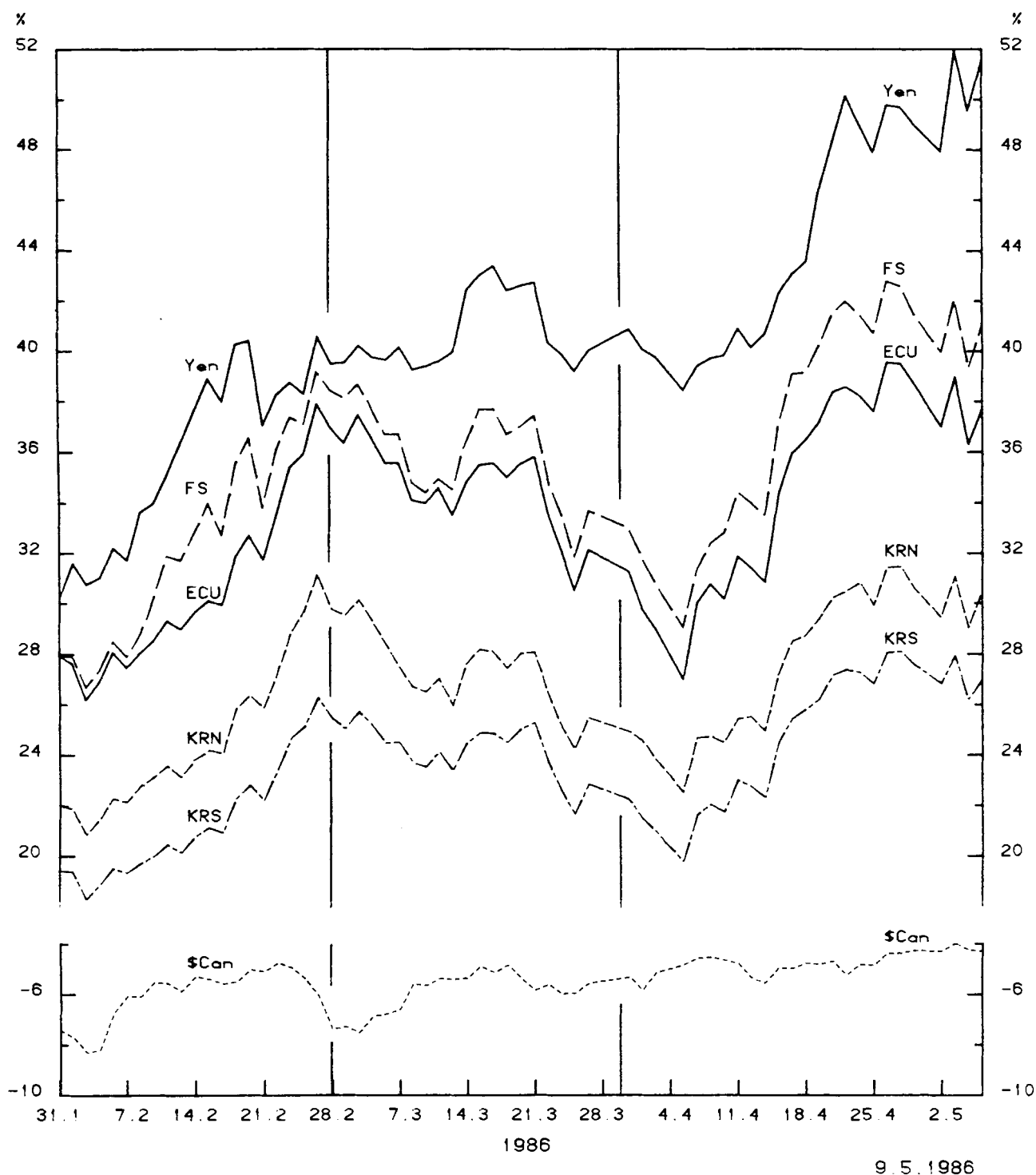
ergaben. Am 11. Mai wurde die norwegische Krone gegenüber dem Mittelwert ihres Währungsindex abgewertet; dieser Mittelwert wurde von 100 auf 112 angehoben. Die Schwankungsbreite beträgt weiterhin $\pm 2 \frac{1}{4}\%$.

EVOLUTION DE L'ECU, DU COURS MEDIAN DES MONNAIES PARTICIPANT AU
MECANISME DE CHANGE DU SME ET DES MONNAIES DES BANQUES CENTRALES DE LA
CEE NE PARTICIPANT PAS A CE MECANISME, SUR LA BASE DES COURS RELEVES
LE 31 DECEMBRE 1984 VIS-A-VIS DU \$EU •



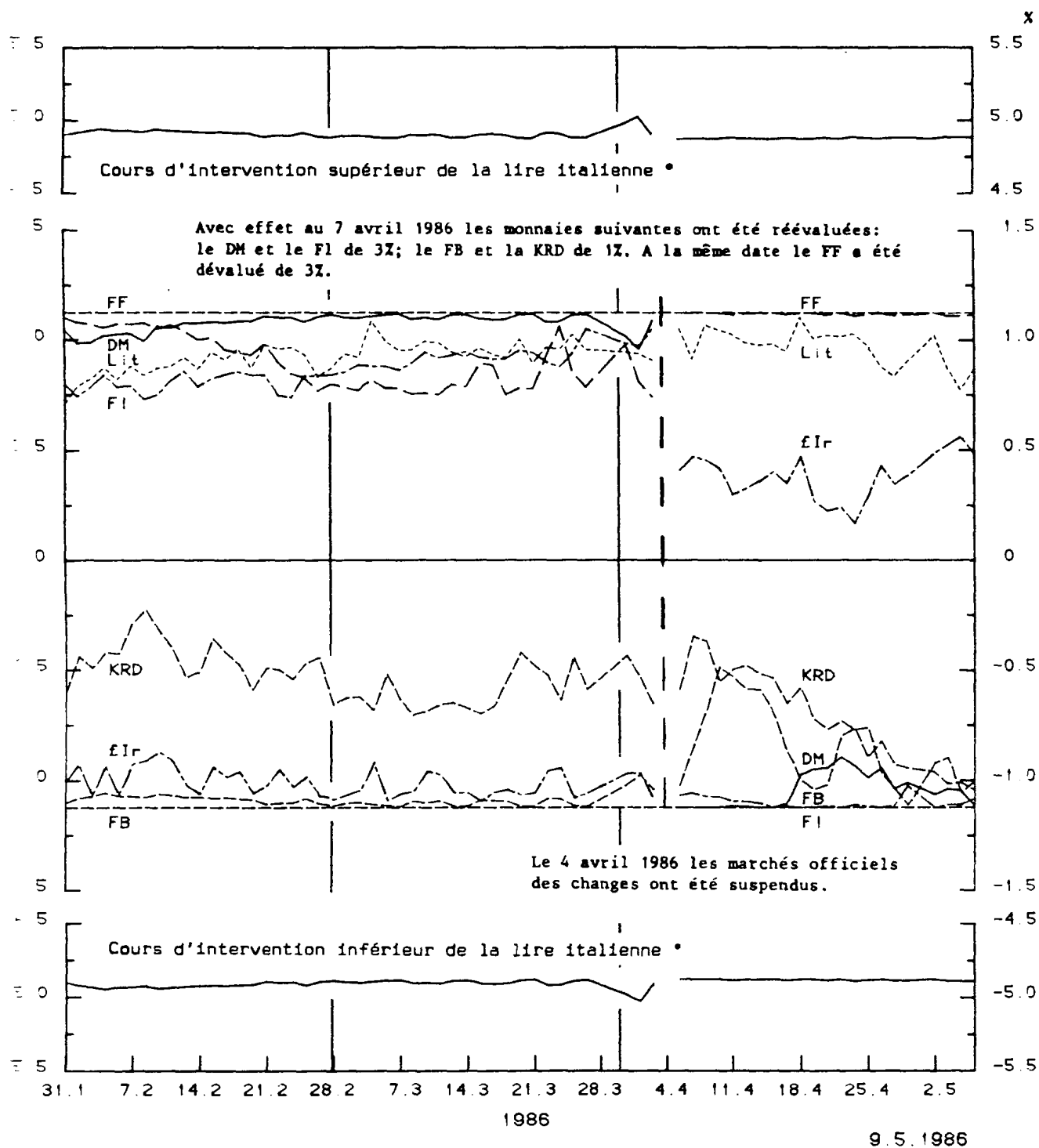
• Voir page suivante.

EVOLUTION DE L'ECU ET DES MONNAIES DES BANQUES CENTRALES HORS CEE
PARTICIPANT A LA CONCERTATION, SUR LA BASE DES COURS RELEVES LE
31 DECEMBRE 1984 VIS-A-VIS DU \$EU *



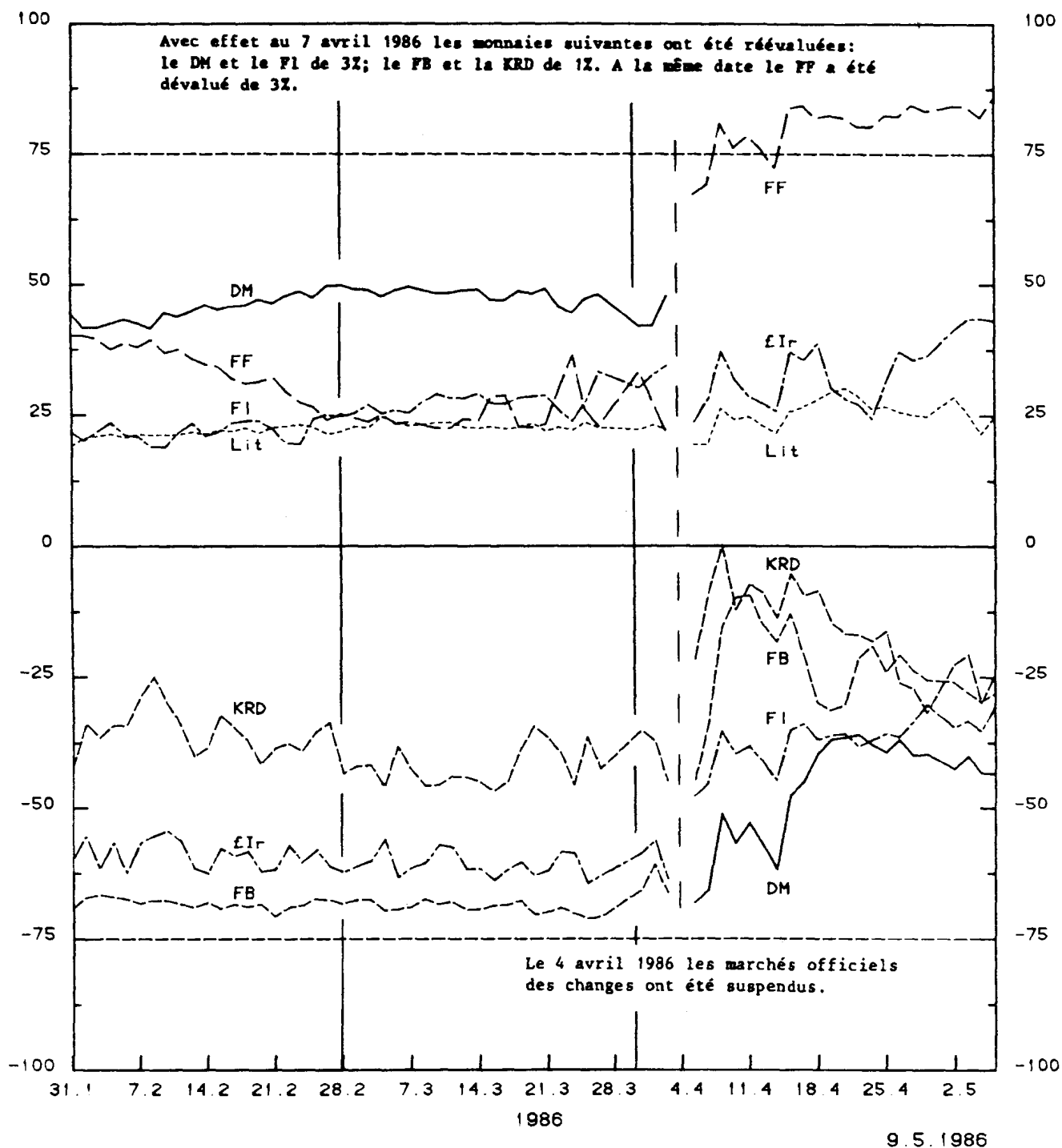
* ECU 0,708946; £ 0,8602; DR 128,4199; PTA 173,2995; ESC 169,7506;
\$Can 1,32; FS 2,593; Yen 251,1503; KRS 8,985; KRN 9,0875; cours
médian des monnaies participant au SME 0,71678. Le cours médian
des monnaies participant au SME représente la moyenne journalière
des cours des deux monnaies à marge de fluctuation de 2,25%,
exprimés en dollars EU, qui se sont éloignés le plus de leurs
cours-pivots bilatéraux actuels.

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



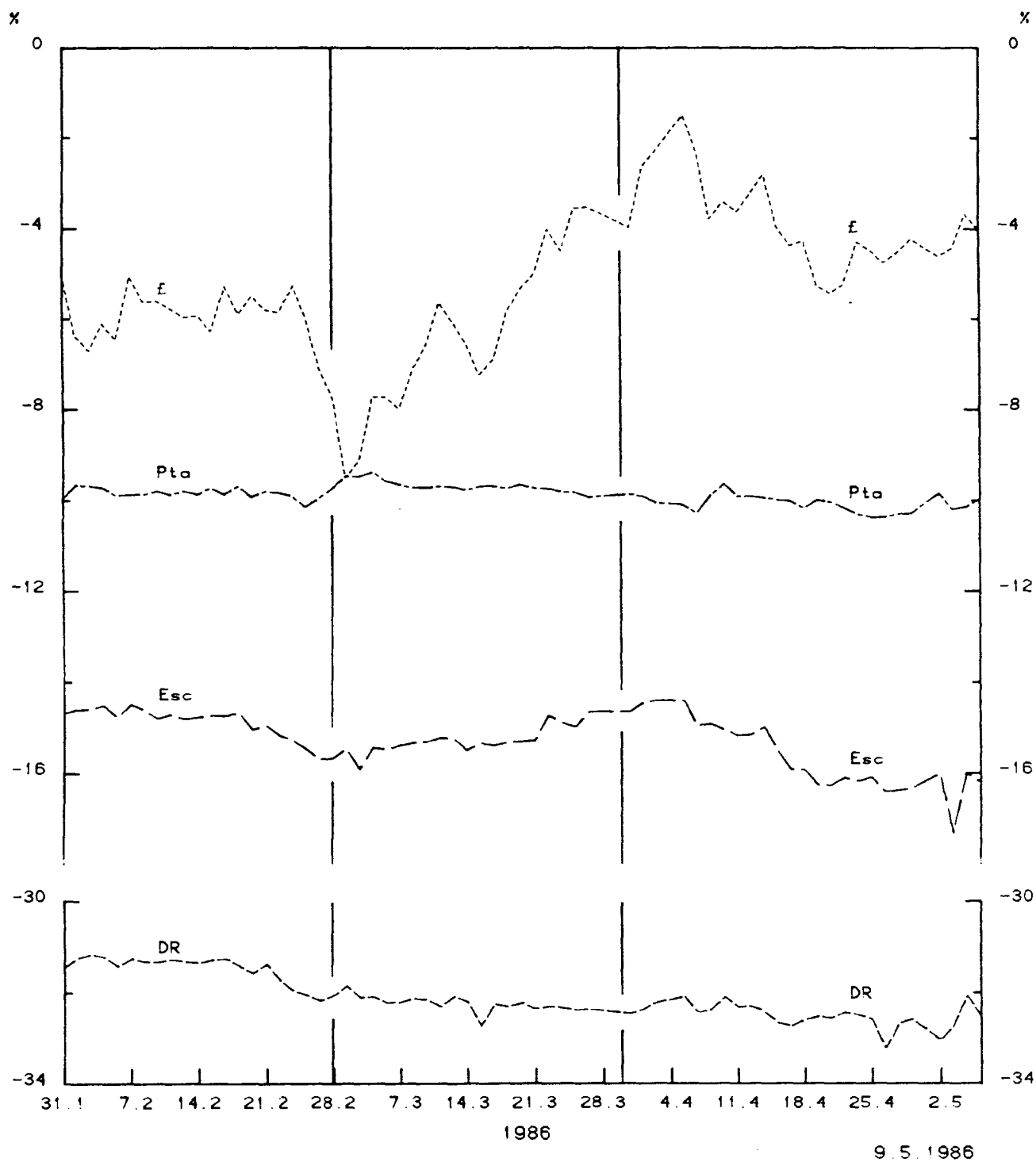
* Les cours d'interventions supérieur et inférieur de la lire italienne représentent l'écart maximal théorique par rapport à la monnaie la plus faible respectivement la plus forte dans la bande de fluctuation étroite de $\pm 2,25\%$.

EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE *



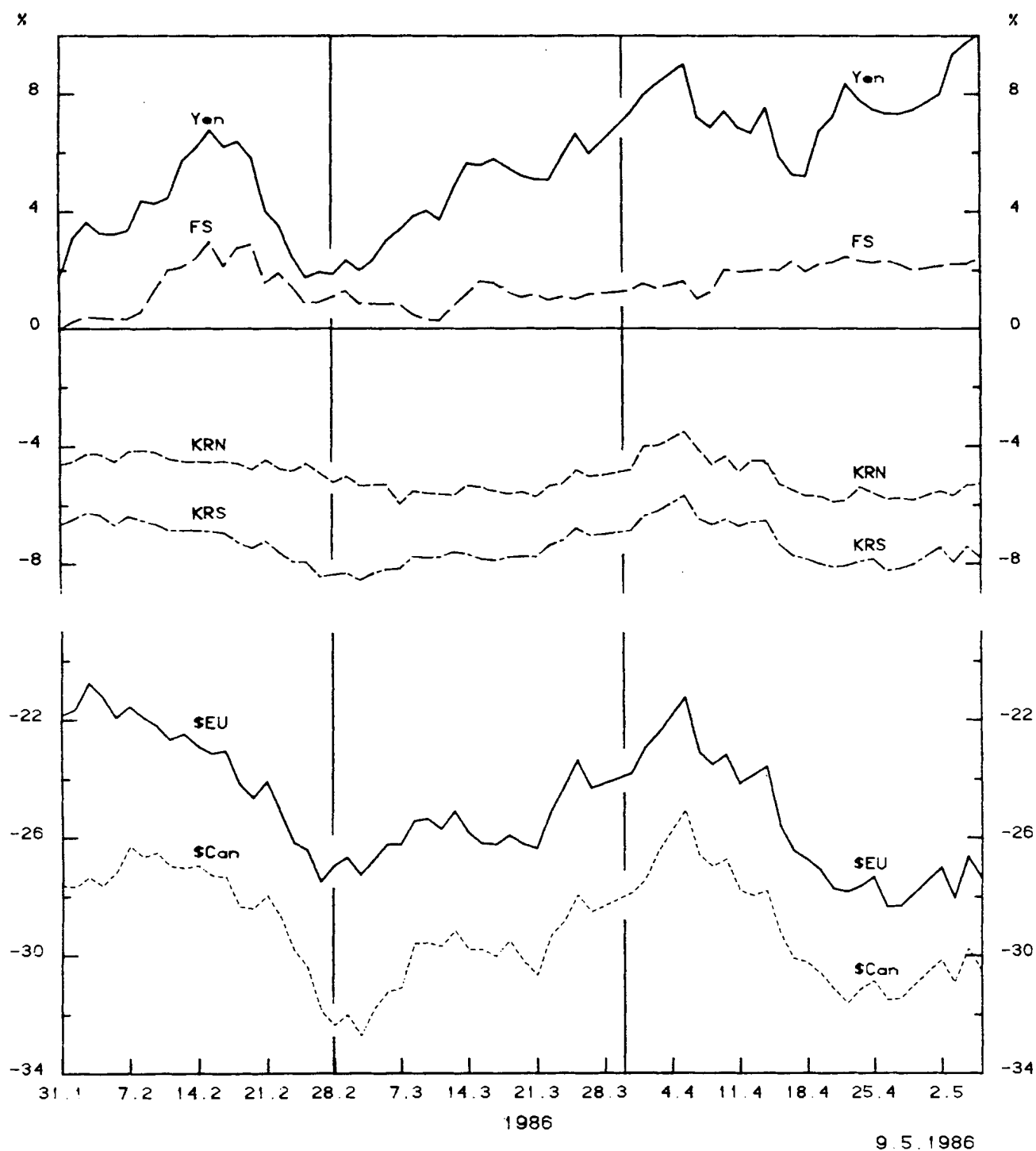
* L'indicateur de divergence a pour but de mesurer, sur une base comparable pour toutes les monnaies participant au mécanisme de change européen, la position d'une monnaie vis-à-vis de son cours-pivot ECU. L'écart maximal de divergence est le pourcentage maximal par lequel le cours de marché de l'ECU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

EVOLUTION DE LA LIVRE STERLING, DE LA DRACHME, DE LA PESETA ET DE
L'ESCUDDO PAR RAPPORT A L'ECU SUR LA BASE DES COURS DU MARCHE RELEVES
LE 31 DECEMBRE 1984 *



* £ 0,609846; DR 91,0428; PTA 122,86; ESC 120,344.

EVOLUTION DES MONNAIES DES BANQUES CENTRALES HORS CEE PARTICIPANT
A LA CONCERTATION PAR RAPPORT A L'ECU SUR LA BASE DES COURS DU
MARCHE RELEVES LE 31 DECEMBRE 1984 •



• \$EU 0,708946; \$Can 0,935808; FS 1,8383; Yen 178,052; KRS 6,36988;
KRN 6,44254.

Note for the attention of the Committee of Governors

PROGRAMME FOR THE LIBERALISATION OF CAPITAL MOVEMENTS

The Commission has given a very high priority in its work programme to the liberalisation of capital movements. This choice has been made for two fundamental reasons.

The first corresponds to a development which has particular importance in the eyes of the Council and of the European Parliament, who will be examining proposals for decisions on the free movement of capital. This is that for these institutions the unification of the financial area is a constituent part of the establishment of the large internal market by 1992 in accordance with the objective set forth in the Single Act approved by the Luxembourg European Council.

The second reason has been emphasised on many occasions in the course of the activities of the Committee of Governors and of the Monetary Committee; it derives from the fact that greater freedom for the movement of capital is a necessary condition for making monetary co-operation more effective. It is now recognised that the development of the European Monetary System and of the ECU must be based on a wide measure of freedom for capital movements within the Community.

* * *

The ease with which capital will be able to move within the European Community, and the Community's financial integration in due course, will constitute a powerful force for strengthening our economic power.

The freedom of movement of persons, goods and services is still incompletely enshrined in the reality of the Common Market. Indeed, customs duties have been eliminated and many measures have been taken to facilitate the freedom to provide services. However, many physical, technical and legal obstacles remain. The main objective of the large

internal market is to remove these obstacles, in particular through harmonisation of standards, access to public procurements and the removal of unnecessary cross-border controls. There is also a need for approximation of indirect taxation and excises duties in order to eliminate all trade distortions. The modality to attain such an approximation is under review in a high level experts group, appointed by the Minister for Economics and Finance.

In this context, it would be difficult to imagine that capital movements can form an exception to these developments; their liberalisation follows logically from the general aim of achieving the best possible allocation of resources. In this way the large internal market will be based on the four fundamental freedoms for the movement of goods, persons, services and capital.

Progress in this direction is only possible if allowance is made for the process of adaptation which will be necessary for those Member States whose history and economic situation in particular differ from the more general experience. This process of adaptation will be made shorter and less difficult by what has already been undertaken to achieve greater convergence of economic policy. Conversely, however, greater freedom for capital movements will serve to bring pressure for achieving convergence of economic policies.

It is not difficult to envisage what the specific contribution of the freedom of capital movements will be. It will bring about a substantial improvement in the attractiveness of the financial area which the European Community might constitute in the world; it will provide an incentive for European financial centres to develop a complete range of instruments corresponding to the most up-to-date techniques and the present need to encourage savings and investment.

Such a development will not be quickly brought about. It must be built up step by step, through a succession of well thought-out stages.

* * *

The deepening of the liberalisation process could thus involve two separate phases.

In the first phase, the objective would be to achieve effective liberalisation, throughout the Community, of those capital transactions most directly necessary for the proper functioning of the Common Market and for linking national markets in financial securities.

Many of these transactions are, de jure, liberalised under the 1960 and 1962 Directives. It would be necessary, in order to make progress:

- to bring to an end the safeguard measures which several Member States have applied for many years by virtue of Article 108 of the Treaty. At the same time, it will be necessary to ensure that every opportunity for liberalisation is taken, and that the exceptional arrangements introduced on a temporary basis for the newly acceding Member States are gradually relaxed;
- to extend the liberalisation obligation beyond the directives of 1960 and 1962 to long-term commercial credits (the present obligation relates only to short and medium-term credits) and, most importantly, to all transactions in financial securities (shares and bonds), this being an essential condition for the existence of a genuine European financial market.

At present, only operations involving the acquisition of securities dealt in on a stock exchange are liberalised (i.e. the purchase by residents of a member country of this type of security on the market of another Member State or by non-residents on the domestic market). The proposal would extend liberalisation to securities not dealt in on a stock exchange. In practice, this would chiefly concern shares and other equity securities in companies not listed on a stock exchange.

In addition, the proposed liberalisation would relate not only to the acquisition of securities but would also permit a company of one Member State to issue its securities on the market of another Member State on the same conditions as those applying to resident issuers (operations concerning the admission of securities to the capital market).

In a second phase, the realisation of a large integrated financial market should result in the recognition of the principle of full liberalisation of capital movements. It should therefore extend to operations involving financial loans, money-market operations and the opening of sight and other deposit accounts.

In practice, this last step means the complete lifting of all exchange controls. Given the resulting constraints, and because of the need to ensure monetary stability in the Community, it is unlikely that all the Member States will be able to take this step at the same time. For such transactions, the principle of liberalisation should therefore be accompanied by a relatively flexible implementing procedure which might, for example, involve appropriate safeguard clauses.

* * *

On the basis of these guidelines, which are the subject of this consultation with the Committee of Governors and with the Monetary Committee, it is possible to outline what might be the programme of activities seeking to bring about the free movement of capital:

- the revision without delay, by the Commission, of the Decisions taken pursuant to Article 108(3) and relating to France and Italy, so as to incorporate the easing of restrictions which has taken place in these countries;
- the presentation to the Council, early in the summer of 1986, of a proposal for a Directive extending obligations as regards liberalisation on the lines described for phase one;
- the preparation of a new Directive intended to establish the principle of full liberalisation of capital movements on the lines described for phase two. A proposal for such a Directive would be submitted to the Council towards the end of 1987.

This proposal will be based on a forward-looking study of the implications of financial integration in the Community. In the light of current ideas about the future of our financial institutions, banks and insurance companies, this study will deal with the extent to which harmonisation of national regulations is desirable and with the new conditions faced in the co-ordination of monetary policies. A study along

these lines, which would be conducted in close association with the Committee of Governors and the Monetary Committee, could be presented at the time of the informal Council meeting of Economic and Finance Ministers in the autumn of 1986.