

PROTOKOLL*

DER 221. SITZUNG DES AUSSCHUSSES DER PRÄSIDENTEN
DER ZENTRALBANKEN DER MITGLIEDSTAATEN
DER EUROPÄISCHEN WIRTSCHAFTSGEMEINSCHAFT
BASEL, DIENSTAG, 12. JANUAR 1988, 10 UHR

Anwesend sind: der Gouverneur der Banque Nationale de Belgique und Ausschussvorsitzende, Herr Godeaux, begleitet von den Herren Janson, Rey und Michielsen; der Gouverneur der Danmarks Nationalbank, Herr Hoffmeyer, begleitet von Herrn Mikkelsen; der Vizepräsident der Deutschen Bundesbank, Herr Schlesinger, begleitet von Herr Rieke; der Gouverneur der Bank von Griechenland, Herr Chalikias, begleitet von den Herren Papademos und Karamouzis; der Gouverneur der Banco de España, Herr Rubio, begleitet von den Herren Linde und Durán; der Gouverneur der Banque de France, Herr de Larosière, begleitet von den Herren Waitzenegger und Cappanera; der Gouverneur der Central Bank of Ireland, Herr Doyle, begleitet von den Herren O'Grady Walshe und Reynolds; der 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; der Gouverneur der Banco de Portugal, Herr Tavares Moreira, begleitet von Herrn Dias; der Gouverneur der Bank of England, Herr Leigh-Pemberton, begleitet von den Herren Loehnis und Kirby; der Generaldirektor für Wirtschaft und Finanzen der Kommission der Europäischen Gemeinschaften, Herr Costa, begleitet von Herrn Boyd; Herr Kees, Sekretär des Währungsausschusses; der Generaldirektor des Luxemburgischen Währungsinstituts, Herr Jaans. Zugewegen ist ferner Herr

* Endgültige, in der Sitzung vom 9. Februar 1988 gebilligte Fassung, die gegenüber dem Entwurf nur einige Änderungen redaktioneller Art aufweist.

Dalgaard, Vorsitzender der Expertengruppe. Ebenfalls anwesend sind der Generalsekretär des Ausschusses, Herr Morelli, und sein Beigeordneter, Herr Bascoul, sowie die Herren Scheller und Cook und die Herren Bockelmann und Dagassan.

I. Billigung der Protokolle der 219. und 220. Sitzung

Der Ausschuss billigt einstimmig das Protokoll der 219. Sitzung, wobei jedoch noch die vorgeschlagenen Änderungen redaktioneller Art in den endgültigen Text aufzunehmen sind.

Indessen wird die Billigung des Protokolls der 220. Sitzung wegen der verspäteten Zustellung des Entwurfs auf die nächste Sitzung verschoben.

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

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

A. Referat von Herrn Dalgaard

Der Dollar schwankte im Dezember heftig und verlor an Boden, machte diese Verluste aber in der ersten Januarwoche beinahe vollständig wieder wett. Der Kursverlust hing mit dem Mitte Dezember bekanntgegebenen schlechten Abschluss der amerikanischen Handelsbilanz für Oktober und mit dem am 23. Dezember veröffentlichten Kommuniqué der Siebenergruppe zusammen, das als enttäuschend beurteilt wurde. Er erfolgte auch trotz Zinssatzsenkungen in Europa und bedeutenden Stützungsinterventionen - rund US-\$ 13 Mrd. -, die sich auf eine grosse Anzahl Zentralbanken verteilten. Ende Dezember kamen die Deutsche Bundesbank, die Federal Reserve Bank of New York und die Bank von Japan überein, dass, sollte der Dollar weiter absacken, sie ständig intervenieren würden. Diese technische Vereinbarung hat gut funktioniert (insbesondere gab die "Federal" ihre Marktpräsenz besser zu erkennen), und der Dollar hat sich wieder gefestigt. Die Zentralbanken haben ihre

Interventionen nach der Erholung der amerikanischen Währung fortgesetzt, und diese behauptete sich dann praktisch aus eigener Kraft.

Die vom Sekretariat erstellten Statistiken der Interventionen zeigen, dass für 1987 als Ganzes die US-Dollar-Käufe sich netto auf den beträchtlichen Betrag von US-\$ 120 Mrd. beliefen, wovon 35 auf die Bank von Japan, 27 auf die Bank of England, 15 auf die Banco de Espana und 9 auf die "Federal" entfielen.

Was die Diversifizierung der Devisenreserven der Zentralbanken betrifft, hat man vom IWF Angaben erhalten. Es scheint, dass die Dollarguthaben ständig wachsen, dass aber ihr prozentualer Anteil an den Reserven insgesamt sich kaum verändert hat. Im übrigen steigen diese Guthaben weniger an als die Käufe in Form von Interventionen, die im Rahmen der Konzertation aufgezeichnet werden. Auf jeden Fall müssen die Daten verbessert werden, und die Experten wollen auf diese Frage zururckkommen, sobald sie über bessere Statistiken verfügen, aus denen sie einige Schlüsse ziehen können.

Der japanische Yen hat gegenüber dem Dollar stärker zugelegt als die europäischen Währungen, und diese Bewegung muss mit der überragenden Bedeutung der japanischen Anleger in der Kursrelation Dollar/Yen in Zusammenhang gesetzt werden. Im EWS traten keine Spannungen auf, und die relativen Positionen der Währungen blieben praktisch unverändert. Die Zinssätze sind in den meisten Ländern zururckgegangen, aber die Zinsdifferenzen haben sich kaum verändert. Die Interventionen waren sehr begrenzt; jene, die durchgeführt wurden, betrafen im wesentlichen den Dollar. Diese Stabilität des EWS mag überraschen, da ja der Dollar an Boden verlor, sie bestätigt jedoch die Aussage der Experten in früheren Berichten, dass es nämlich keinen Grund gibt, wieso ein Kursverfall des Dollars automatisch zu Spannungen im EWS führen müsste. Nach Ansicht der Experten beruht die Stabilität des EWS darauf, dass in naher Zukunft keine Leitkursanpassung erwartet wird, und selbst wenn eine stattfinden sollte, diese notwendigerweise beschränkt wäre. Die Kursrisiken sind daher zur Zeit durch das Zinsgefälle gedeckt. Überdies haben die Märkte offenbar den Eindruck, dass sich die Zusammenarbeit im System seit der Übereinkunft von Basel/Nyborg und den konzertierten Zinsänderungen im November verbessert hat. So dürfte die Hauptgefahr für das EWS in den nächsten Monaten eher politischer Art sein - Wahlen in Deutschland und Frankreich, unvorsichtige politische Erklärungen -, ohne dass man jedoch die Gefahr eines erneuten Kursverfalls des Dollars ausschliessen kann.

Die "Überwachungsgruppe" hat ferner die Wechselkursaspekte der DM-Interventionen der Bank of England diskutiert. Die Bank of England erinnerte daran, dass das britische Schatzamt Eigentümer der Devisenreserven des Landes und sie selbst nur Agent ist; sie hat auch betont, dass die Einhaltung der Limite von 3 DM für 1 £ psychologisch und technisch sehr wichtig ist, denn die Überschreitung dieser Limite würde zur Ausübung zahlreicher Optionen führen. Es wäre daher für die Bank of England einfacher, nur in D-Mark zu intervenieren; bei Dollarinterventionen, die der Normalfall sind, muss sie etwas früher handeln, um sicher zu gehen, dass die "cross rates" sich nicht zu sehr der schicksalhaften Schwelle annähern, und es besteht die Gefahr, dass ihre Interventionen in absoluten Beträgen umfangreicher als nötig sind, was sich noch etwas stärker auf die inländische Geldmenge auswirkt. Überdies haben die sehr hohen Dollarbeträge, die die Bank of England erworben hat, zu Fragen im Parlament und in der Presse geführt und die Idee einer gewissen Diversifizierung der Reserven aufgebracht. Auf der anderen Seite hat die Bundesbank darauf hingewiesen, dass ihr DM-Käufe hinderlich sind, wenn sie versucht, insbesondere durch niedrige Zinssätze den Druck auf ihre Währung zu mildern und Spannungen im EWS zu vermeiden. Das Vorgehen der Bank of England hätte gewiss grösseren Schaden verursacht, wenn es den Märkten bekannt geworden wäre. Der Vertreter der Banca d'Italia berichtete von der Verwirrung, die in Rom entstand, als die D-Mark und der französische Franc wegen eines Vorgehens anstiegen, zu dem weder eine Information noch eine Ankündigung erfolgt war. Der Rückgang der Ölpreise hat das Pfund Sterling etwas geschwächt, aber man kann nicht sagen, dass das Problem erledigt ist.

Die spanische Peseta profitiert immer noch von hohen Zinssätzen; diese Sätze sind jedoch rückläufig, und der Wechselkurs kehrt zu einem normalen Stand zurück. Bei der griechischen Drachme und dem Escudo gab es keine besonderen Probleme.

B. Referat von Herrn Janson

Nach dem mündlichen Bericht von Herrn Dalgaard tauschten die Stellvertreter ihre Überlegungen aus, die sich wie folgt zusammenfassen lassen:

- momentane Zufriedenheit über die koordinierte Politik gegenüber dem Dollar,

- Ratlosigkeit hinsichtlich der Finanzierung des amerikanischen Leistungsbilanzdefizits im Jahr 1988,
- Befriedigung über die Widerstandsfähigkeit des EWS.

Die koordinierte Politik gegenüber dem Dollar, die Anfang Januar betrieben wurde, kann auf kurze Sicht als Erfolg bezeichnet werden. Dieser Erfolg ist teilweise der guten Vorbereitung und guten technischen Durchführung der Interventionen, vielleicht aber noch mehr dem verstärkten Teilnahmewillen der amerikanischen Behörden zu verdanken. Im Gegensatz zu früheren Zeiten haben sich die amerikanischen Behörden nämlich sehr besorgt gezeigt, ein weiteres Abgleiten des Dollarkurses zu verhindern, und ihr Anteil an den Interventionen war bedeutender als sonst. Die positive Erfahrung der jüngsten Vergangenheit sollte jedoch nicht zu allzu grossem Optimismus verleiten. Man weiss nicht, bis zu welchem Grad die beobachtete Entwicklung eine definitiv geänderte Einstellung widerspiegelt. Die Eckdaten haben sich nicht verändert. Die Veröffentlichung der Zahlen der US-Handelsbilanz am kommenden Freitag, dem 15. Januar, wird für die Entwicklung des Dollarkurses in den nächsten Wochen ein wesentliches Element sein. Die aussenwirtschaftliche reale Anpassung (die sich fortsetzt) sollte sich unbedingt in einer Anpassung des nominalen Leistungsbilanzdefizits äussern, denn gerade dieses letztere spielt bei den Wechselkurserwartungen eine Rolle und muss finanziert werden.

Diesbezüglich sind die Stellvertreter nicht allzu optimistisch. Es ist möglich, dass die Verbesserung der amerikanischen Handelsbilanz weiterhin durch das Ausmass der aufeinanderfolgenden J-Kurven-Effekte verdeckt wird.

Wie im übrigen aus den Tabellen zu den Interventionen hervorgeht, wird die Finanzierung des amerikanischen Defizits im wesentlichen durch offizielle Transaktionen gewährleistet, d.h. durch Interventionen, die zu einem grossen Teil von den Partnern der Vereinigten Staaten vorgenommen werden. 1987 erreichten diese Interventionen den Umfang von 120 Milliarden Dollar; dieses Volumen schafft Probleme sowohl für die Reservehaltung der Zentralbanken (Kursrisiko) als auch für die inländische Geldmengensteuerung. Es gibt jedoch offenbar keine Alternative für das derzeitige Vorgehen, bis die Märkte wieder Vertrauen zur amerikanischen Währung gefasst haben. Mit dem heutigen System floatender Kurse sind Wechselkursrisiken unvermeidlich, aber wenn man enorme Reserven in einer Währung wie dem Dollar hält, nehmen diese Probleme natürlich ein grösseres Gewicht an.

Das Europäische Währungssystem hat sich gegenüber der im Dezember eingetretenen Erschütterung von aussen als bemerkenswert widerstandsfähig erwiesen. Die Stellvertreter teilen die Ansicht der Experten, dass diese Widerstandsfähigkeit zu einem guten Teil der innerhalb des Mechanismus durchgeführten Geldpolitik, die ein angemessenes Zinsgefälle unter den EWS-Währungen gewährleistet, zugeschrieben werden kann. Die Konzertation unter den Behörden im EWS war zufriedenstellend.

Relativ optimistisch sind die Stellvertreter hinsichtlich der Aussichten für die Stabilität der Wechselkurse im EWS; alles hängt jedoch von der weiterhin guten Zusammenarbeit der betreffenden Behörden ab, nicht nur im monetären Bereich, sondern auch auf anderen Gebieten, insbesondere bei der Haushaltspolitik, die zu den Wechselkurserwartungen beiträgt. Ebenso ist es wichtig, dass die Behörden öffentliche Erklärungen unterlassen, die am künftigen Zusammenhalt des Systems Zweifel aufkommen lassen könnten.

Zwei Bemerkungen sind besonders zu erwähnen.

Der Vertreter der Banque de France freut sich über den kooperativen Geist im System, insbesondere mit der Bundesbank, und möchte nicht, dass man aus Erklärungen, die von den politischen Behörden in Frankreich in einem ganz bestimmten Zusammenhang abgegeben werden, einen anderen Schluss zieht.

Die Stellvertreter haben kurz über die im Dezember von der Bank of England verfolgte Interventionspolitik gesprochen. Zwar wirft das Volumen der Dollarinterventionen objektiv das Problem der Reservendiversifizierung auf, jedoch sind sich die Stellvertreter einig, dass die Zusammenarbeit zwischen den Zentralbanken bei der Wahl der Interventionswährungen aufrechterhalten werden muss und auf diesem Gebiet die grösste Zurückhaltung geboten ist.

C. Diskussion des Ausschusses

Herr Leigh-Pemberton gibt einige zusätzliche Erläuterungen zur Haltung der Bank of England bei den Interventionen im Dezember 1987 ab. Es sei schon an der Dezembersitzung des Ausschusses gesagt worden, dass die britischen Behörden - das Schatzamt ist Eigentümer der Devisenreserven, die Zentralbank ist auf diesem Gebiet nur Agent - angesichts der beträchtlichen Zunahme der Interventionen in Dollar (rund US-\$ 25 Mrd. im Lauf des Jahres 1987) etwas besorgt waren. Diese starke Zunahme der Dollarbestände und ihre monetären Auswirkungen im Inland hätten zu einiger Kritik und zu

der Frage Anlass gegeben, ob Interventionen in anderen Währungen als dem Dollar wirksamer wären. Unmittelbar vor der Sitzung des Ausschusses am 8. Dezember habe die Bank of England tatsächlich andere Währungen als Dollar und D-Mark gekauft. Nach der Dezembersitzung habe die Bank of England, trotz aller möglichen Folgen, in D-Mark intervenieren müssen. Die Deutsche Bundesbank sei davon unterrichtet worden. Von den gesamten Nettokäufen im Dezember in Gegenwert von mehr als US-\$ 5 Mrd. habe der Dollar nahezu 3,5 Mrd. ausgemacht, die D-Mark 830 Mio., der französische Franc 660 Mio. und die private ECU 130 Mio.

Die Bank of England habe bedauert, diese DM-Käufe tätigen zu müssen, und sie hoffe auf das Verständnis der Präsidenten der EG-Zentralbanken für die besonderen Umstände. Anzumerken sei noch, dass die Hälfte der erworbenen D-Mark schon an das Verteidigungsministerium weiterverkauft worden sei, um die Ausgaben der britischen Truppen in Deutschland zu decken.

Was die Zukunft betreffe, so werde die Bank of England, wenn sie im Rahmen der von der Siebenergruppe vereinbarten konzertierten Politik intervenieren müsse, dies mit Dollarkäufen tun. Sollte das Pfund Sterling unter Aufwertungsdruck kommen und seine Relation zur D-Mark dadurch gefährdet werden, so würde man umfangreiche Dollarinterventionen tätigen, aber es sei nicht auszuschliessen, dass die Bank of England sich veranlasst sähe, auch in anderen Währungen zu intervenieren. Wenn dies der Fall wäre, würden die Partner gemäss den geltenden Vereinbarungen konsultiert, und man hoffe, dass die Interventionen in verschiedenen Währungen in einem sowohl für die Erfordernisse des EWS als auch für das von der Siebenergruppe festgelegte konzertierte Vorgehen gegenüber dem Dollar zufriedenstellenden Mass durchgeführt werden können.

Zur Zeit haben die OPEC-Vereinbarung und ihre dämpfende Wirkung auf den Ölpreis den Druck auf das Pfund spürbar gemildert; somit sei das Problem zwar nicht gelöst, aber doch sehr viel weniger akut als im Dezember.

Herr Schlesinger dankt Herrn Leigh-Pemberton für seine Erklärungen und Herrn Dalgaard für den vorgelegten Bericht. Die Deutsche Bundesbank habe von allem Anfang an verstanden, dass sich die Bank of England als Agent des britischen Schatzamts in einer heiklen Lage befand und dass sie sich bewusst war, dass ihr Vorgehen nicht den getroffenen Vereinbarungen entsprach.

Hinsichtlich der Zukunft habe die Bundesbank im Rahmen der Erklärung der Siebenergruppe deutlich gemacht, dass bei den Interventionen Kohärenz

im Hinblick auf das Gesamtziel gewahrt werden müsse. So seien Interventionen zu unterlassen, die zu einer weiteren Aufwertung einer schon starken Währung führen und die die Verhinderung einer Aufwertung der eigenen Währung bezwecken. Dies sei ein Grundsatz, den alle Notenbankpräsidenten ohne Schwierigkeit annehmen und bestätigen können. Wenn dies nicht der Fall wäre, könnte die Bundesbank den im Rahmen der Siebenergruppe getroffenen Vereinbarungen nicht folgen. Gewiss, wie in den anderen Ländern habe auch in Deutschland der Finanzminister die Verhandlungen geführt, und er habe der Zentralbank versichert, er habe genügend Zusicherungen erhalten, dass es in Zukunft keine Zuwiderhandlungen gegen den Buchstaben und den Sinn der Vereinbarungen mehr geben werde, insbesondere jener zwischen den Zentralbanken. Die Erklärung von Herrn Leigh-Pemberton sei in die gleiche Richtung gegangen. Selbstverständlich akzeptiere die Bundesbank Interventionen in ihrer Währung, wenn die Lage es gestatte, aber im Dezember sei es nicht angezeigt gewesen.

Anzumerken sei, dass die Bundesbank zur Zeit bei den Interventionen eine doppelte Last trage. In Europa stehe sie bei den Dollarinterventionen und bei der Stützung des Dollars an der Spitze, und zur Verteidigung des EWS habe sie sich vor allem im November stärker engagiert, als in den unterzeichneten Texten vorgesehen sei. So seien im Lauf der drei letzten Monate die Reserven der Bundesbank um rund DM 25 Mrd. angestiegen, wovon die eine Hälfte auf den Dollar entfiel, während die andere Hälfte aus Transaktionen im Rahmen des EWS resultierte.

Herr de Larosière dankt Herrn Leigh-Pemberton für seine sehr klaren und bedachten Erläuterungen und für die Art und Weise, in der er unter schwierigen Umständen den Problemen Rechnung getragen habe, die sich den Partnern im EWS stellen konnten. Hoffentlich sei dies nur noch eine böse Erinnerung und, wie schon Herr Schlesinger gesagt habe, müssen sich die Notenbankpräsidenten nicht mehr mit dieser Frage befassen; es wäre in der Tat sehr schädlich für den Zusammenhalt des EWS, wenn solche Interventionen gegenüber starken Währungen nochmals vorkämen.

Der Vorsitzende meint, die Notenbankpräsidenten sollten die überaus klaren Erläuterungen von Herrn Leigh-Pemberton zur Kenntnis nehmen, ihm für die gegebenen Zusicherungen danken und mit den Herren de Larosière und Schlesinger feststellen, dass diese Angelegenheit hoffentlich der Vergangenheit und nicht der Zukunft angehöre.

Herr Leigh-Pemberton dankt den Notenbankpräsidenten für das Verständnis, das sie gezeigt haben.

III. Verabschiedung des Ausschussberichts an die EG-Finanzminister über die Entwicklung an den Devisenmärkten der neunzehn an der Konzertation beteiligten Länder im Dezember 1987 und in den ersten Januartagen 1988

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

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

Der Vorsitzende ruft in Erinnerung, dass die Mitglieder des Ausschusses am 6. Januar 1988 einen Bericht von Herrn Dalgaard, dem Vorsitzenden der Expertengruppe, die die Vorschläge der Kommission geprüft hat, erhalten haben; er bittet Herrn Dalgaard, seinen Bericht vorzulegen.

A. Referat von Herrn Dalgaard

Der Zwischenbericht, der unter der Verantwortung des Vorsitzenden der Gruppe vorgelegt wird, beruht auf den zwei Sitzungen, die die Experten im November und Dezember 1987 abgehalten haben. Im Mittelpunkt des Berichts stehen die Probleme, die sich mit der Liberalisierung des Kapitalverkehrs stellen, die Art und Weise, wie diese durchzuführen ist, und ihr Zeitplan. Die erwarteten Wirkungen der Liberalisierung hängen mit dem grösseren Potential zusammen, das inskünftig für die privaten Kapitalbewegungen bestehen wird; dieses Potential wird jedoch nicht unbedingt genutzt werden, denn es gibt Möglichkeiten, Kapitalflüsse zu bremsen, beispielsweise durch Zinssatzänderungen. Die Grösse dieses Potentials wird auch weitgehend vom Grad der Beschränkungen abhängen, die vorher in den betroffenen Ländern bestanden.

Zwei Auswirkungen der Liberalisierung lassen sich unterscheiden, nämlich eine Umschichtung der Portefeuilles und eine Zunahme des Potentials für kurzfristige Kapitalbewegungen. Diese Auswirkungen sind schwer zu beziffern oder vorherzusehen; man kann sagen, dass auch hier das bestehende Mass an Restriktionen für das Ausmass dieser Wirkungen entscheidend sein wird, aber dass die Mobilität und der Umfang des Kapitalverkehrs schon jetzt in den meisten Ländern gross sind, insbesondere wegen der Entwicklung der Märkte, der technischen Neuerungen und der wachsenden Raffiniertheit

der Marktteilnehmer. Die Kapitalbewegungen werden ferner durch bankenaufsichtliche und steuerliche Regelungen beeinflusst; diese Themen werden jedoch in anderen Gremien geprüft, und die Gruppe hat sie nicht untersucht.

Es scheint daher, dass die Liberalisierung eine verstärkte Volatilität der Kapitalbewegungen mit sich bringen wird, was die Verwaltung des EWS komplizieren könnte. Es würde sich jedoch nicht um einen grundlegenden Unterschied handeln, und die jetzt verwendeten Techniken werden weiterhin eingesetzt werden können. Man hat auch geltend gemacht, dass ohne eine engere währungspolitische Zusammenarbeit und ohne eine gemeinsame Politik gegenüber dem Dollar die Gefahr instabiler Wechselkurse bestehe.

Die Frage stellt sich, ob es die Freigabe des Kapitalverkehrs erfordert, dass alle Länder uneingeschränkt und zu gleichen Bedingungen am Wechselkursmechanismus des EWS teilnehmen. Die Teilnahme Grossbritanniens wird als höchst wünschenswert angesehen und wäre vor allem für Irland entscheidend, während die anderen Länder vor der Wahl stehen können, ob sie der Liberalisierung oder der Teilnahme am Wechselkursmechanismus Vorrang einräumen wollen. Der gespaltene Devisenmarkt von Belgien-Luxemburg sollte als eine Unvollkommenheit gegenüber dem EWS angesehen werden, weniger als eine Restriktion: Er könnte noch während einiger Zeit beibehalten werden.

Alles in allem sind die Experten der Ansicht, dass die Liberalisierung nicht zu einer Anpassung der Interventions- und Finanzierungsmechanismen des EWS führen sollte, und sie haben die Vorschläge zu den mittelfristigen Kreditmechanismen nicht näher geprüft. Einige Experten haben jedoch vermerkt, dass die Verfügbarkeit von genügenden Kreditmöglichkeiten die Liberalisierung fördern könnte.

Da die Kapitalbewegungen Probleme für die Durchführung der inländischen Geldpolitik schaffen, werden diese Probleme in dem Mass zunehmen, als die Liberalisierung grössere und unbeständigere Kapitalströme mit sich bringen wird; ein weiteres Ergebnis könnte überdies eine grössere Variabilität der Zinssätze sein, über deren Folgen für die Wirtschaft die Meinungen auseinandergehen.

Das verstärkte Schwanken der Kapitalbewegungen wird die Notwendigkeit einer engeren Koordinierung der Geldpolitik erhöhen. Diese Koordinierung kann nicht zum Ziel haben, die Probleme im Zusammenhang mit Differenzen bei den grundlegenden wirtschaftlichen Faktoren zu lösen oder einen Durchschnittswert für die Inflationsraten festzulegen, sondern sie sollte sich insbesondere bei von aussen kommenden monetären Erschütterungen als nützlich erweisen.

Abweichungen vom festgelegten Kurs der Geldpolitik könnten unter der Bedingung in Kauf genommen werden, dass sie vorübergehend und umkehrbar sind. Einige Experten fürchten das Risiko einer asymmetrischen Koordination, die einen deflationären Zug in das System einbringen könnte, und fordern mehr Symmetrie; sie schlagen vor, einen allgemeinen Rahmen für die Koordination zu errichten, der insbesondere auf einem gemeinsamen Analysekonzept beruht.

Die geldpolitische Entwicklung sollte genau überwacht werden. Das Verfahren ist schon vorhanden: die halbjährlichen Berichte der "Raymond-Gruppe" und die Überwachung anlässlich der monatlichen Sitzungen, wo man vermehrte Aufmerksamkeit den monetären Variablen widmen könnte. Zweifel wurden hinsichtlich der Notwendigkeit einer besonderen Schutzklausel geäußert; auf jeden Fall sollte die Inanspruchnahme einer solchen Klausel die Ausnahme bleiben. Was die Reglementierung der Nettoauslandsposition der Banken betrifft, wurde die Ansicht geäußert, dass die Meldepflicht an die Kommission mit den nationalen Zuständigkeiten in Konflikt kommen könnte. Die von der Kommission vorgeschlagene Liberalisierung der zugrundeliegenden Transaktionen sollte nicht verhindern, dass gewisse Geldmarktinstrumente nur an gebietsansässige Banken verkauft werden können. Schliesslich konnten sich die Experten kaum mit dem konzertierten Einsatz von Instrumenten der Geldmengenregulierung im Falle von exogenen Erschütterungen monetärer Art anfreunden.

Abschliessend gelangt die Gruppe zur Auffassung, dass die Freigabe des Kapitalverkehrs die Variabilität der Kapitalbewegungen erhöhen wird und daher alle Fragen aufwerfen dürfte, die mit den Kapitalströmen zusammenhängen, insbesondere jene der Lenkung des EWS und der Durchführung der Geldpolitik. Einige dieser Fragen, wie die Koordination der Geldpolitik der einzelnen Länder und die gemeinsame Politik gegenüber dem Dollar, sind politischer Natur. Die Expertengruppe wäre froh über jede zusätzliche Orientierungshilfe für ihre weitere Arbeit und die Fertigstellung des definitiven Berichts, insbesondere zu diesen Fragen politischer Art.

B. Referat von Herrn Janson

Die Stellvertreter sehen den von Herrn Dalgaard vorgelegten Bericht als eine gute Grundlage für die Vorlage eines Zwischenberichts des Ausschussvorsitzenden an den Rat der Wirtschafts- und Finanzminister im Februar an; unter Vorbehalt einiger ergänzender Untersuchungen, um die die Expertengruppe ersucht wird, wird dieser Bericht für die Ausarbeitung der detaillierten

Meinungsäußerung des Ausschusses von Nutzen sein. Die Stellvertreter bestätigen, dass diese Meinungsäußerung sich auf die Implikationen der Kommissionsvorschläge für das Funktionieren des EWS und die Durchführung und Koordination der Geldpolitik konzentrieren muss. Andere Aspekte von offensichtlicher Bedeutung, wie die Steuerfragen und die bankenaufsichtlichen Regelungen, werden im Bericht nicht behandelt; in der Tat sind Doppelspurigkeiten mit der derzeitigen Arbeit anderer Ausschüsse, insbesondere des Währungsausschusses, zu vermeiden.

Mit der Analyse des Berichts von Herrn Dalgaard geht man im allgemeinen einig. Die vollständige Freizügigkeit des Kapitalverkehrs wird als Ziel an sich und als unerlässliches Element für die Vollendung des Binnenmarktes in der Gemeinschaft anerkannt. Einige Stellvertreter haben auch an die positiven Erfahrungen ihres Landes nach der gänzlichen oder teilweisen Abschaffung der Beschränkungen erinnert. Andere Stellvertreter weisen freilich darauf hin, dass für jene Länder, die bei der Liberalisierung noch am wenigsten fortgeschritten sind, die Gefahr bedeutender und anhaltender Umlagerungen von Spargeldern besteht, falls nicht ein besserer wirtschaftlicher und sozialer Zusammenhalt in der Gemeinschaft erzielt wird.

Andererseits wurde hervorgehoben, dass die Freigabe des Kapitalverkehrs nicht eine verstärkte Variabilität der Zinssätze und damit auch eine Schwächung des EWS zu Folge haben darf, die sich aus häufigeren, nicht durch die fundamentale Wirtschaftslage gerechtfertigten Leitkursanpassungen ergäbe. Solange aber die wirtschaftliche Konvergenz nicht vollständig ist, werden Leitkursanpassungen unvermeidlich bleiben, und es muss ein genügendes Mass an geldpolitischer Autonomie beibehalten werden.

Die Stellvertreter rufen in Erinnerung, dass die Teilnahme aller Gemeinschaftswährungen am Wechselkursmechanismus zu gleichen Bedingungen ein höchst wünschenswertes Ziel bleibt. Unter dem spezifischeren Blickwinkel der Liberalisierung wirft die Nichtteilnahme die folgenden zwei Fragen auf. Die erste betrifft die besonderen Schwierigkeiten, welche die Nichtteilnahme einiger Länder anderen bereiten kann. Als Beispiel werden hier die Probleme genannt, die Irland durch die Nichtteilnahme des Pfund Sterling entstehen. Die zweite Frage betrifft das "Trade-off", d.h. es ist die Frage, ob die nicht teilnehmenden Länder gegebenenfalls der Liberalisierung des Kapitalverkehrs oder dem Beitritt zum EWS-Wechselkursmechanismus Vorrang einräumen würden. Einige Stellvertreter erklären schon jetzt, sie würden die Stabilität

der Wechselkurse, mit anderen Worten den Beitritt zum Wechselkursmechanismus, vorziehen.

Zu keinem einhelligen Urteil kamen die Stellvertreter über die Frage, ob die Mechanismen und Verfahren des Europäischen Währungssystems, auch nach ihrer Verstärkung durch die Beschlüsse von Basel/Nyborg, genügen, um den hohen Anforderungen eines vollständig freien Kapitalverkehrs zu begegnen. Zwei Bereichen haben sie in diesem Zusammenhang besondere Aufmerksamkeit gewidmet.

Der erste ist der der Finanzierungsmechanismen, die für den Widerstand gegen etwaige Angriffe spekulativer Art auf eine Währung zur Verfügung stehen, wenn diese Angriffe ihren Ursprung nicht in einer Divergenz fundamentaler wirtschaftlicher Faktoren haben. Einige sind der Ansicht, dass bei den Schutzmechanismen des Systems die Finanzierungsmöglichkeiten ausgebaut werden müssen, will man die nationalen Schutzvorrichtungen zum Verschwinden bringen, die sich aus noch verbleibenden Devisenkontrollen und in einem Fall aus grösseren Schwankungsmargen ergeben.

Andere Stellvertreter weisen darauf hin, dass schon weitreichende Finanzierungsmöglichkeiten bestehen, um vorübergehenden Krisen zu begegnen. Wenn die Interventionen länger andauern, drängt sich wahrscheinlich eine grundlegendere Korrektur auf, und es ist besser, sie rechtzeitig vorzunehmen, als mit anhaltenden Interventionen zu operieren.

Auch im Zusammenhang mit der geldpolitischen Koordination herrschen immer noch bedeutende Meinungsunterschiede. Einige Stellvertreter finden, dass die derzeit geltenden Verfahren nicht den Anforderungen eines Raums entsprechen, in dem der Kapitalverkehr völlig frei sein soll. Nach ihrer Ansicht sollte eine neues gemeinsames Analysekonzept für die Geldpolitik entwickelt werden, das mehr Symmetrie, eine bessere Lastenverteilung unter den Zentralbanken und später sogar die Festlegung von Zwischenzielen auf Gemeinschaftsebene umfassen würde. Zu diesem Zweck sollte man sich Verfahren ausdenken, die über den Rahmen hinausgehen, den der Ausschuss der Zentralbankpräsidenten bisher festgelegt hat.

Immer noch in diesem zweiten Bereich sprechen sich andere Stellvertreter eher für einen pragmatischen Ansatz, auf der Grundlage einer optimalen Entwicklung der kürzlich eingeführten Überwachungsverfahren aus. Sie weisen darauf hin, dass die Kapitalbewegungen schon jetzt zu einer engen Zusammenarbeit bei der Durchführung der Geldpolitik zwingen. Sie vertreten die Ansicht, dass die Liberalisierung des Kapitalverkehrs keine

grundsätzliche Veränderung der Art der Probleme, denen man begegnet, mit sich bringt. Je nachdem liegt die geeignete Lösung in einer grundlegenden Korrektur, in einer Anpassung des Zinsgefälles, in einer vorübergehenden Finanzierung oder in einer Neuordnung der Wechselkurse; es drängt sich keine Änderung institutioneller Art auf, um den auftretenden Problemen mit der erforderlichen konzertierten Lösung zu begegnen.

Für die Fortsetzung der Arbeit der Expertengruppe unter dem Vorsitz von Herrn Dalgaard erfolgten schliesslich noch verschiedene weitere Hinweise. Der Schlussbericht der Gruppe sollte die Bestimmung der Massnahmen und Diskriminierungen klären, die zwar in einigen Fällen die Freiheit des Kapitalverkehrs einschränken können, jedoch im Hinblick auf die Erfordernisse der Bankenaufsicht und der Durchführung der Geldpolitik bewilligt würden. Die Gruppe könnte ferner die noch verbleibenden Hemmnisse des Kapitalverkehrs genauer prüfen, die für die "zugrundeliegenden Transaktionen" gelten und somit nicht mit der Devisenkontrolle zusammenhängen.

Die endgültige Stellungnahme des Ausschusses könnte für die informelle Zusammenkunft der Finanzminister und Zentralbankpräsidenten am 14. und 15. Mai 1988 in Lübeck in Betracht gezogen werden; dies bedeutet eine schon sehr weit fortgeschrittene Vorbereitung an der Aprilsitzung des Ausschusses.

C. Diskussion des Ausschusses

Herr Ciampi dankt Herrn Dalgaard für seinen äusserst klaren Zwischenbericht, der für das Verständnis der Stossrichtung der Arbeit der Experten und der von ihnen erzielten Ergebnisse sehr nützlich ist; er nimmt dazu wie folgt Stellung.

Es wäre angebracht, mehr Gewicht auf gewisse bedeutende Aspekte und ihre Wechselbeziehungen zu legen. Der Bericht konzentriere sich mehr auf die Auswirkungen der Liberalisierung auf die verschiedenen Länder oder Ländergruppen als auf die Implikationen für das EWS als Ganzes.

In diesem anfänglichen, aber wesentlichen Stadium der Diskussion sei es wichtig, freimütig über diese Frage zu reden und die ernstlichen Besorgnisse über die Implikationen für das System auszusprechen, die sich aus dem Übergang zu einem vollständig freien Kapitalverkehr auf kurze Sicht ergeben, wenn die erforderlichen Schutzvorkehrungen und Anpassungen unterlassen werden. Einige dieser Besorgnisse seien in dem sehr klaren Referat von Herrn Janson genannt worden.

Aus dem Bericht von Herrn Dalgaard scheine hervorzugehen, dass man der vermehrten Mobilität des Kapitals, die sich aus der vollständigen Freigabe sämtlicher Kapitalbewegungen ergäbe, ohne weiteres mit dem vollen Einsatz der bestehenden Instrumente und Verfahren begegnen könnte: es würde somit nicht eine qualitative, sondern eine quantitative Änderung eintreten. Die flexiblere Verwendung der Zinssätze und eventuell häufigere Leitkursanpassungen würden als die Bestandteile der Verwaltung des Systems im neuen Umfeld vorgestellt.

Auf jeden Fall habe die potentielle Zunahme der Kapitalströme bedeutende Auswirkungen auf die Autonomie der Geldpolitik und die Stabilität der Wechselkurse im EWS. Dass man die Bedeutung flexibler Zinssätze für die Verwaltung des Systems anerkenne, mache nicht blind für die Gefahr übermässiger Schwankungen; diese würden der Realwirtschaft hohe Anpassungskosten auferlegen und könnten sich gegenüber spekulativen Angriffen als ungenügend erweisen.

Was die Stabilität der Wechselkurse im europäischen Wechselkursmechanismus betreffe, gebe der Bericht an einer Stelle zu verstehen, dass man starkem Druck nicht um jeden Preis Widerstand leisten sollte. Nun sei aber die Stabilität der Wechselkurse der eigentliche Zweck des europäischen Wechselkursmechanismus, wie das im Bericht der Zentralbankpräsidenten an den Rat der Wirtschafts- und Finanzminister in Nyborg erneut klar bestätigt worden sei: Dort habe man festgehalten, dass die Leitkursanpassungen in Zukunft von geringem Umfang und wenig häufig sein sollten. Die Ereignisse von 1987 zeigten deutlich, dass eine Begleiterscheinung der bei der Liberalisierung des Kapitalverkehrs erzielten Fortschritte vermehrte Möglichkeiten spekulativer, von den gesamtwirtschaftlichen Eckdaten her ungerechtfertigter Angriffe seien. In diesem Fall müsse man dem Drängen des Marktes nach einer Leitkursanpassung energisch Widerstand leisten. Aus den vorangegangenen Erwägungen lasse sich der Schluss ziehen, dass die Auswirkungen der Liberalisierung auf das System als solches bedeutend wären, insbesondere im Hinblick auf die vollständige Liberalisierung der monetären Kapitalbewegungen: Der Kern des EWS, d.h. die Stabilität der Wechselkurse, könnte dadurch ernstlich getroffen werden.

Die entschlossene und manchmal koordinierte Reaktion der Behörden auf den Druck des Marktes sei anlässlich der jüngsten Vorkommnisse von Erfolg gekrönt gewesen. Um jedoch gegen die Spannungen anzukämpfen, die in einem Umfeld auftreten, in dem alle Kapitalströme völlige Freizügigkeit

geniessen, müssten die Zentralbanken bereit sein, ihre jeweilige Geldpolitik schon vorher zu koordinieren und einen mittelfristigen Kurs festzulegen, um - in den Worten von Herrn Dalgaard - "eine längerfristige Verankerung für die kurzfristige Flexibilität der Geldpolitik" zu schaffen. Dies sei eine der Fragen, die die Experten näher untersuchen sollten. Eine verstärkte Zusammenarbeit schein das einzige Lenkungsinstrument des Systems im neuen Umfeld zu sein. Eine ungenügende Koordination wirke sich nicht nur negativ auf die Fähigkeit aus, den Spannungen zu widerstehen, sie könne sich überdies auch selbst als eine Quelle der Instabilität erweisen. Das Argument für den Ausbau der Koordination werde noch überzeugender, wenn man die Notwendigkeit einer gemeinsamen Politik gegenüber den Währungen von Drittländern berücksichtige.

Hinsichtlich der Verfahren für die Diskussion der Vereinbarkeit der Geldpolitiken erwecke der Bericht im allgemeinen den Eindruck, diese seien durchaus angemessen. Dieser Standpunkt sei fragwürdig, denn zur Zeit bestehen die Konsultationen im wesentlichen aus einem Informationsaustausch über die Entscheidungen und Praktiken auf dem Gebiet der nationalen Politik. Die Arbeit der jetzigen Instanzen sollte auf die Schaffung eines gemeinsamen Konzepts ausgerichtet sein, das ermöglichen würde, tatsächlich ex ante über die Vereinbarkeit der Geldpolitik der verschiedenen Länder zu debattieren.

Was die Art und Weise angehe, in der die besonderen Einzelheiten des Vorschlags der Kommission im Bericht von Herrn Dalgaard behandelt werden, so müsse die Notwendigkeit betont werden, in der vorgeschlagenen Richtlinie eine neue und flexiblere Schutzklausel vorzusehen, die jene der Artikel 63 und 108-109 des Vertrags von Rom ersetzen würde. Diese Massnahme dränge sich nicht nur aus den von der Kommission erwähnten - berechtigten - rechtlichen Erwägungen auf, sondern auch, um den Währungsbehörden ein wirksames Instrument zur Bekämpfung unerwarteter Störungen in die Hand zu geben.

Mit Bezug auf die Mechanismen des EWS schliesslich habe Herr Dalgaard die echten Fragen aufgeworfen, jedoch gewissermassen als feststehende Tatsache angesehen, dass die "derzeitigen Unvollkommenheiten des Wechselkursmechanismus" wahrscheinlich noch unbestimmte Zeit andauern werden. Wenn es auch kaum akzeptabel schein, die Nichtteilnahme am Wechselkursmechanismus als eine Unvollkommenheit in gleichem Sinne wie das System des gespaltenen Wechselkurses oder die erweiterten Schwankungsmargen anzusehen, so sei die Beseitigung dieser Unvollkommenheiten für das EWS ebenso wichtig wie die Abschaffung der Hemmnisse des Kapitalverkehrs. Dies sei ein weiterer Punkt,

dem die "Dalgaard-Gruppe" bei ihren künftigen Arbeiten mehr Aufmerksamkeit widmen könnte.

Herr Rubio erklärt, der Bericht von Herrn Dalgaard sei ausgezeichnet und zeige die grundsätzlichen Fragen, die in den Vorschlägen zur vollständigen Liberalisierung des Kapitalverkehrs enthalten seien. Für Spanien würde diese Liberalisierung in den kommenden Jahren dreierlei Anpassungen erfordern: die reale Anpassung an die Liberalisierung des Handels in der Gemeinschaft, die für den Beitritt zum EWS-Wechselkursmechanismus nötige Anpassung und jene im Zusammenhang mit der Liberalisierung des Kapitalverkehrs. Dies sei ein sehr ehrgeiziges Programm; es könne nur verwirklicht werden, wenn bei der Ausführung genügend Flexibilität bestehe. Müsse man Prioritäten setzen, würde dem Beitritt zum Wechselkursmechanismus Vorrang eingeräumt.

Was die Koordination angehe, so verdienten einige der von Herrn Ciampi erwähnten Aspekte hervorgehoben zu werden. Es sei klar, dass eine wirksame wirtschafts- und geldpolitische Koordination eine Voraussetzung dafür sei, die kurzfristigen Kapitalbewegungen gefahrlos freizugeben. Die jüngsten Erfolge der guten Zusammenarbeit bei den Zinssätzen und Interventionen seien zu begrüßen, aber die Koordination müsse noch weitergehen und beispielsweise die Situation der Zahlungsbilanzen und ihre Ungleichgewichte erfassen. Die Koordination der Geldpolitik dürfe sich nicht auf die Konvergenz der Teuerungsraten beschränken.

Herr Chalikias beglückwünscht Herrn Dalgaard und die Expertengruppe zu ihrer ausgezeichneten Arbeit. Die Liberalisierung des Kapitalverkehrs sei zweifellos ein höchst wünschenswertes Ziel, und die Besorgnisse, zu denen sie Anlass gebe, stellten nicht das Ziel als solches, sondern die Wirkungen der Liberalisierung in Frage. Es gehe darum, die Probleme zu meistern, die während der Übergangszeit auftreten werden, wenn die Restriktionen schrittweise aufgehoben werden. Die vollständige Freigabe werde Auswirkungen auf das Funktionieren des EWS und die Durchführung der Geldpolitik haben; dies habe Herr Ciampi klar dargelegt. In Ländern wie Griechenland, die strukturelle Probleme und wenig entwickelte Finanzmärkte haben, sollte man über genügend Flexibilität verfügen können, um die Kapitalbewegungen freizugeben. Diese Liberalisierung dürfe die Bemühungen bei der gesamtwirtschaftlichen Anpassung und die bei der Deregulierung des Finanzsystems erzielten Fortschritte nicht untergraben. Griechenland liege daran, sich dem Gemeinschaftsdurchschnitt anzunähern, Haushaltungleichgewichte zu vermeiden und lebensfähige Kapitalmärkte zu schaffen; dies alles seien

Voraussetzungen für die schliessliche Abschaffung der Devisenrestriktionen und für die Teilnahme am EWS-Wechselkursmechanismus. Beschleunige man den Rhythmus der Liberalisierung, ohne in diesen Bereichen Fortschritte zu erzielen, so würde man die Geldpolitik überfordern und möglicherweise die Portfolio-Umschichtungen derart intensivieren, dass schwere wirtschaftliche Störungen verursacht werden könnten. Die Experten sollten diese Probleme näher untersuchen.

Herr Moreira unterstreicht die Qualität des Berichts von Herrn Dalgaard und den Stellvertretern. In Portugal verfolge man mit viel Sympathie die Bemühungen um die Freigabe des Kapitalverkehrs, und es bestehe schon eine Vereinbarung mit den EG-Behörden, um bis 1992 sämtliche Kapitalbewegungen mit Ausnahme jener monetärer Art freizugeben. Eine zusätzliche Zeitspanne werde für die Freigabe der monetären Bewegungen erforderlich sein. Alles, was möglich sei, habe man schon getan, um den Escudo-Devisenmarkt und den Geldmarkt auszubauen und zu liberalisieren. Das portugiesische Finanzsystem sei jedoch noch nicht genügend entwickelt, und die finanziellen Ungleichgewichte seien noch zu bedeutend, um im ursprünglich vorgesehenen Tempo den Kapitalverkehr zu liberalisieren. Was den Beitritt zum EWS betreffe, so scheine es, dass es, abgesehen von binnenwirtschaftlichen Voraussetzungen in Portugal, auch externe Voraussetzungen gebe, wie die Beseitigung der derzeitigen Unvollkommenheiten des Systems.

Herr Doyle dankt Herrn Dalgaard für seinen sehr nützlichen und erhellenden Bericht, der einen alles in allem recht optimistischen Standpunkt hinsichtlich der wahrscheinlichen Entwicklungen einnehme. Die Nichtteilnahme des Pfund Sterling am Wechselkursmechanismus schaffe nicht nur für Irland Probleme, wie dies der Bericht zu behaupten scheine, sondern betreffe das EWS als Ganzes und werfe ganz generell die Frage nach der Einheitlichkeit der Wettbewerbsbedingungen oder nach den Spielregeln auf, an die sich alle EG-Länder zu halten haben.

Drei Kategorien von Schwierigkeiten träten für das irische Pfund auf, sie seien untereinander eng verbunden und gingen in die gleiche Richtung. Zunächst einmal habe sich in einem Land, das während langer Zeit Devisenrestriktionen hatte, eine Art Frustration hinsichtlich der Portefeuilles angehäuft, und die Liberalisierung dürfte nicht nur eine sehr spürbare einmalige Auswirkung, sondern anhaltende Wirkungen zeitigen. Um diesen Portefeuille-Umschichtungen oder anderen Kapitalbewegungen zu begegnen, habe man als einzige brauchbare Variable den Zinssatz (da ja der Wechselkurs

erhalten werden sollte). Für ein kleines Land mit einer relativ schwachen Währung erfolge nun aber eine Veränderung der Zinssätze einerseits immer nur in der gleichen Richtung, andererseits müsse sie im Verhältnis stärker und dauerhafter sein, was zu Kosten für die Realwirtschaft führe. Die Erfahrung habe in der Tat gezeigt, dass man in Irland, um etwas zu erreichen, bedeutende Änderungen der Zinssätze vornehmen müsse - 3, 4 oder 5 Prozentpunkte -, und dies während Monaten und noch dazu bei einem Niveau der Zinssätze, das schon deutlich über dem der Partner liege. Diesbezüglich könne man die Banque de France nur bewundern, die sehr bald die im November notwendig gewordene Anhebung der Zinssätze wieder rückgängig machen konnte, aber so etwas scheine nur in den grossen Volkswirtschaften möglich.

Wenn sich schliesslich Spekulationen gegen das irische Pfund entwickelten, so seien sie immer einseitig, nämlich Spekulationen auf eine Abschwächung; infolgedessen erfolgten auch die Massnahmen bei den Zinssätzen immer in der gleichen Richtung.

Herr Doyle betont die Notwendigkeit, über eine Reihe gemeinschaftlicher Regeln, die für alle EG-Länder gelten, und einen angemessenen und rasch einsetzbaren Schutzmechanismus zu verfügen.

Herr Schlesinger dankt Herrn Dalgaard, der Expertengruppe und den Stellvertretern für die Arbeit, die sie geleistet haben. Gewiss stelle der Entwicklungsstand der verschiedenen Länder, insbesondere jener mit noch wenig entwickelten Kapitalmärkten, besondere Schwierigkeiten und Probleme, über die man nicht einfach hinweggehen könne. Jedoch entspreche einerseits das Ziel eines freizügigen Kapitalverkehrs dem Wesen eines Binnenmarkts, dem alle Länder zugestimmt haben, andererseits dürfe man die Befürchtungen oder Gefahren nicht übertreiben. So sei die Deutsche Bundesbank nicht überzeugt, dass die Freigabe des Kapitalverkehrs zu stärkeren Schwankungen der Zinssätze und zu einer relativen Instabilität der Wechselkurse führe; sie habe die Erfahrung gemacht, dass bei vollständiger Freizügigkeit die vom Markt ausgehenden Signale sehr ernst zu nehmen seien, dass es aber nicht sicher sei, dass man vermehrt mit verschiedenen Massnahmen eingreifen müsse. Die Entwicklung der Eckdaten sei natürlich von wesentlicher Bedeutung, und in dieser Hinsicht sei die Erfahrung von 1987 äusserst positiv gewesen und habe gezeigt, dass diese Elemente verbessert werden und der inneren und äusseren Währungsstabilität eine solidere Basis geben können. Die Freigabe des Kapitalverkehrs sollte weitere Fortschritte auf dieses Ziel hin ermöglichen. Es sei jedoch klar, dass das Vertrauen in die verschiedenen Währungen

nicht einzig von der Geldpolitik und ihrer Koordinierung abhängen; es hänge viel stärker von der Wirtschafts- und Haushaltspolitik der betreffenden Länder ab. Das Beispiel der Vereinigten Staaten, wo das Haushaltsdefizit die Stabilität des Dollars schwer beeinträchtigt, sei in dieser Hinsicht sehr bedeutsam. Stabilität und Solidität der öffentlichen Finanzen seien absolut wesentlich für alle, einschliesslich der Bundesrepublik Deutschland.

Herr de Larosière erklärt, die Liberalisierung des Kapitalverkehrs sei überaus wünschenswert und sollte so schnell wie möglich verwirklicht werden. Die Liberalisierung müsse als ein Mittel angesehen werden, um die Wettbewerbsfähigkeit der europäischen Volkswirtschaften zu verbessern. Ungerechtfertigte Beschränkungen des Kapitalverkehrs seien oft ein Mittel, eine verfehlte Wirtschaftspolitik zu perpetuieren oder sich hinter künstlichen Barrieren zu verschanzen. Einige Länder hätten strukturelle Probleme, und die Liberalisierung könnte für sie bedeutende Veränderungen mit sich bringen, aber man dürfe nicht diese Risiken vorschieben, um den raschen Fortschritt auf eine Liberalisierung hin abzulehnen. Diese müsse sich jedoch selbstverständlich auf eine genauere Abstimmung der wirtschaftspolitischen Ziele für die Gesamtheit der am EWS teilnehmenden Länder und auf eine engere geldpolitische Abstimmung stützen. Die von Herrn Ciampi hierzu geäusserten Ansichten seien völlig richtig. Man könne nicht von allen EG-Ländern verlangen, mit der Liberalisierung des Kapitalverkehrs schnell voranzumachen, wenn man nicht zuvor zu einem einmütigeren und ausgeglicheneren Standpunkt hinsichtlich der grossen wirtschafts- und währungspolitischen Ziele der EWS-Teilnehmer insgesamt gelangt sei. Unter diesem Blickwinkel bleibe noch viel zu tun, um den Informationsaustausch unter den Zentralbanken und die gegenseitigen Anregungen nicht nur über die durchgeführten geldpolitischen Analysen, sondern auch über die verwendeten Instrumente und die vorgekehrten Massnahmen zu verbessern.

Herr Ciampi betont, mit seinem vorherigen Diskussionsbeitrag habe er nicht den Entwicklungsprozess der Liberalisierung des Kapitalverkehrs in Frage stellen, sondern seine bedeutenden Auswirkungen auf das EWS und insbesondere den Wechselkursmechanismus beleuchten wollen. In ihren Untersuchungen sollten die Experten die Verfahren, Regeln oder Praktiken berücksichtigen, mit denen man den Gefahren, die aus der Liberalisierung entstehen, entgegentreten könne.

Der Vorsitzende gibt als Gouverneur der Banque Nationale de Belgique einige Kommentare zu dem Entwurf einer Richtlinie über die vollständige Liberalisierung des Kapitalverkehrs ab. Dieser Entwurf enthalte einen schwerwiegenden konzeptionellen und redaktionellen Mangel in zweierlei Hinsicht. Einerseits bemächtige er sich eines Systems - des gespaltenen Devisenmarkts -, das historisch gesehen das Instrument einer vollständigeren und schnelleren Freigabe des Kapitalverkehrs gewesen sei und von den Bürgern Belgiens und Luxemburgs als eine der Garantien der Freizügigkeit, die sie genossen, angesehen werde. Andererseits dekretiere er, dass eine solche Besonderheit illegal sei, während noch andere Unvollkommenheiten und viel einengendere Restriktionen als dieses System bestehen und möglicherweise noch während langer Zeit bestehen könnten. Überdies bilde dieses System ein wichtiges Element des Währungsverbunds zwischen Luxemburg und Belgien. Es sei gerade ein Treffen der Regierungen dieser beiden Länder vorgesehen, um eine Meinungsäußerung zu diesem Punkt festzulegen.

Herr Dalgaard dankt allen Diskussionsteilnehmern für ihre Kommentare und Anregungen; die Experten werden sich bemühen, diesen bei ihrer künftigen Arbeit so weit als möglich Rechnung zu tragen.

Der Vorsitzende schliesst die Diskussion ab und erklärt, dass er, wie schon mehrere seiner Vorgänger, dem Rat der Wirtschafts- und Finanzminister im Februar einen mündlichen Zwischenbericht erstatten werde, in dem er so gut wie möglich die in der Expertengruppe, dem Ausschuss der Stellvertreter und dem Ausschuss der Zentralbankpräsidenten geäußerten Standpunkte wiedergeben werde.

V. Gedankenaustausch über das Arbeitsprogramm 1988 des Ausschusses

Der Vorsitzende teilt dem Ausschuss mit, dass an dem Plan des Arbeitsprogramms 1988 des Ausschusses eine kleine Änderung vorzunehmen sei: Die Vorbereitung der Sitzung des Interimsausschusses werde an der Aprilsitzung und nicht an der Märzszitzung erfolgen; er stellt fest, dass die Zentralbankpräsidenten keine Bemerkungen zum Arbeitsprogramm haben.

VI. Weitere Fragen innerhalb der Zuständigkeit des Ausschusses

Es liegen keine weiteren Fragen vor.

VII. Zeit und Ort der nächsten Sitzung

Die nächste Sitzung findet am Dienstag, dem 9. Februar 1988, um 10 Uhr in Basel statt.

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

DEZEMBER 1987

Der nachstehende Bericht gibt einen Überblick über die Entwicklung auf den Devisenmärkten der Länder der an der Konzertation beteiligten Zentralbanken* sowie über deren Interventionen im Dezember 1987 und während der ersten Januartage 1988.

I. ENTWICKLUNG DER WECHSELKURSE

Im Dezember 1987 wies das Geschehen an den Devisenmärkten die folgenden Hauptmerkmale auf:

- starker Kursrückgang des US-Dollars, hauptsächlich infolge eines unerwartet hohen Handelsbilanzdefizits der USA für Oktober;
- ausgeprägter Kursanstieg des japanischen Yen gegenüber allen wichtigen Währungen;
- Stabilität im EWS.

Der US-Dollar stand auch im Dezember unter Abgabedruck. Die pessimistische Einstellung gegenüber der amerikanischen Währung verschärfte sich, nachdem zur Monatsmitte ein unerwartet hohes US-Handelsbilanzdefizit

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

für Oktober gemeldet wurde. Potentiell günstige Entwicklungen wie Leitzinssenkungen in Europa, Meldungen über eine Einigung des amerikanischen Kongresses über ein Bündel von Massnahmen zur Verringerung des US-Haushaltsdefizits und Berichte, dass die Gruppe der Sieben sich über wirtschaftspolitische Koordinierungsmassnahmen berät, vermochten den Abwertungsdruck nur kurzfristig zu mildern. Im späteren Monatsverlauf hinterliess eine Erklärung der Siebenergruppe zur Wirtschaftspolitik und zur Entwicklung auf den Finanzmärkten bei vielen Marktteilnehmern den Eindruck, dass es keine konkreten Massnahmen oder neuen politischen Initiativen zur Stabilisierung der Wechselkurse geben werde. Folglich sank der Dollar weiter im Kurs und erreichte gegenüber wichtigen Währungen trotz zunehmender Interventionen einer Reihe von Zentralbanken einschliesslich der Währungsbehörden der USA neue Tiefstwerte. Am Monatsende notierte der Dollar gegenüber den europäischen Währungen um 2 bis 5 % und gegenüber dem japanischen Yen um 8,9 % schwächer.

Das EWS war trotz des ausgeprägten Dollarkursverfalls frei von Spannungen. Die von mehreren Partnerzentralbanken am Monatsanfang verkündete Rücknahme der amtlichen Zinssätze wurde vom Markt positiv aufgenommen. Die relativen Positionen der teilnehmenden Währungen blieben weitgehend unverändert.

Die D-Mark hat sich erneut gegenüber der Mehrzahl der wichtigen Währungen befestigt; ihr gewogener Aussenwert zeigte allerdings in der Indexziffer gegenüber 14 Industrieländern keine Veränderung und in derjenigen gegenüber den EWS-Währungen sogar eine leichte Abschwächung. Diese Entwicklung ist vor allem auf die Abschwächung der D-Mark gegenüber dem japanischen Yen (- 5,0 %), dem Schweizer Franken (- 1,4 %) und dem französischen Franc (- 0,4 %) zurückzuführen. Am 4. Dezember senkte die Bundesbank ihren Diskontsatz auf den absoluten Tiefstand von 2,25 % p.a.

Der französische Franc vermochte im Dezember nach Bekanntwerden günstiger Entwicklungen im Aussenhandel und bei den Verbraucherpreisen seine seit Mitte November erkennbare komfortable Position zu behaupten. Diese Position, die es der Banque de France ermöglichte, ihre Interventionsätze am Monatsanfang um weitere 0,25 % zu senken, wurde am Monatsende durch zum Ende des Geschäfts- und Finanzjahres getätigte Franc-Käufe untermauert.

Die Position des holländischen Gulden am oberen Rand des EWS-Bandes blieb unverändert. Die kurzfristigen Zinssätze gaben im Verlauf des Monats leicht nach. Die Leitzinsen wurden am 7. Dezember um 1/4 Prozentpunkt ermässigt.

Der belgische Franc schwächte sich innerhalb des EWS unter dem Einfluss politischer Unwägbarkeiten im Gefolge der jüngsten Wahlen geringfügig ab. Zu Beginn des Berichtszeitraums senkte die Banque Nationale de Belgique einige ihrer Leitzinsen, namentlich den Diskont- und den Lombardsatz um je 0,25 %. Im Rahmen konzertierter Zentralbankinterventionen tätigte die Notenbank hauptsächlich am Monatsende Dollarkäufe gegen D-Mark. Den gesamten Monat über verkaufte sie auch D-Mark gegen belgische Franc.

Die dänische Krone festigte sich geringfügig, blieb jedoch im unteren Teil des engen EWS-Bandes. Die Danmarks Nationalbank senkte am 9. Dezember ihren Geldmarktinterventionssatz um 0,5 auf 9 %.

Das irische Pfund blieb während des Monats relativ stabil innerhalb des EWS-Kursbandes. Im Berichtszeitraum kam es zu einigen Kapitalzuflüssen, die sich netto in Devisenkäufen der Central Bank of Ireland niederschlugen. Am 4. Dezember senkte die Notenbank den Zinssatz für den kurzfristigen Notenbankkredit um 0,5 auf 9,25 %.

Die italienische Lira blieb während des gesamten Monats stabil und notierte nahe dem unteren Teil des engen Kursbandes. Die Banca d'Italia intervenierte während des Monats, wobei sie die meiste Zeit über Dollar kaufte und gegen Ende des Monats auch einige DM-Beträge verkaufte.

Das Pfund Sterling geriet in der ersten Monatshälfte - trotz einer Rücknahme der Basiszinsen in Grossbritannien um 0,5 auf 8,5 %, dem entsprechende Massnahmen in anderen europäischen Ländern folgten - unter starken Aufwertungsdruck. Die Notenbank begegnete der Sterling-Nachfrage mit gelegentlich kräftigen Interventionen, doch erst als die Ölpreise ab Monatsmitte nach Abschluss des OPEC-Treffens in Wien sanken, liess der Aufwertungsdruck nach. In der Folge wies das Pfund nur geringe Schwankungen auf, wobei ihm der schwächere Dollar zugute kam, gab allerdings gegenüber den europäischen Währungen etwas Terrain preis. Der Index des gewogenen Aussenwerts des Pfundes sank über den gesamten Berichtszeitraum gesehen um 0,8 auf 75,8 % (1975 = 100).

Die griechische Drachme blieb Anfang Dezember relativ stabil, stieg dann jedoch gegen Monatsende gegenüber dem US-Dollar im Kurs an, als dieser sich an den internationalen Märkten abschwächte. Per saldo gewann die griechische Währung gegenüber dem US-Dollar 2,5 % an Wert, gegenüber

der ECU schwächte sie sich hingegen um 0,8 % ab. Ihr gewogener Aussenwert ging um 0,8 % zurück.

Die spanische Peseta schwächte sich im Monatsverlauf gegenüber den anderen EG-Währungen kontinuierlich ab und notierte am Monatsende gemessen an ihrem nominalen gewogenen Aussenwert um 1,2 % niedriger. Gegenüber dem US-Dollar gewann die Peseta 2,2 % an Wert. Die Banco de España senkte zweimal ihren Tagesgeldinterventionssatz um je 0,5 %, was eine Abflachung des Zinsgefälles bewirkte. Gleichwohl kam es zu einigen Kapitalzuflüssen, die sich netto in Devisenkäufen der Währungsbehörden niederschlugen.

Der portugiesische Escudo festigte sich gegenüber dem US-Dollar um 2,4 %, schwächte sich aber gegenüber der ECU um 1,0 % ab. Sein gewogener Aussenwert verringerte sich im November um 0,5 %, womit sich der Rückgang seit Jahresanfang auf 6 % stellte, was in Übereinstimmung mit der Währungspolitik des Landes war.

Der Schweizer Franken erreichte am Monatsende gegenüber dem US-Dollar einen historischen Höchststand von 1,2740. Der Kursgewinn vom Dezember belief sich annähernd auf 5 %. Der gewogene Aussenwert des Frankens erhöhte sich um 3 %. Die Schweizerische Nationalbank senkte am 4. Dezember die Leitzinsen um 1/2 Prozentpunkt.

Der österreichische Schilling festigte sich im Dezember gegenüber dem US-Dollar um 3,3 %; die Monatsamplitude betrug 5,0 %. Gegenüber der D-Mark schwankte der Schilling lediglich um 0,1 %. Die Leitzinsen wurden am 4. Dezember um 1/2 Prozentpunkt zurückgenommen.

Die schwedische Krone geriet zur Monatsmitte unter einen gewissen Abwertungsdruck, worin sich die saisonbedingte, aus bilanziellen Gründen vorgenommene Rückzahlung kurzfristiger Fremdwährungskredite durch Unternehmen niederschlug. Man liess den Währungsindex von 132,1 auf 132,4 steigen, und die schwedische Notenbank intervenierte mit Devisenverkäufen gegen schwedische Kronen.

Die norwegische Krone verlor im gewogenen Durchschnitt 0,6 % an Wert und wies am Monatsende einen Indexstand von 114,50 auf, was der schwächsten Position entsprach, die innerhalb des Indexwährungsbandes zulässig ist. Die Krone geriet in der zweiten Monatshälfte unter Druck, und zeitweise wurden hohe Interventionen erforderlich, was durch die starke kommerzielle Nachfrage nach Devisen im Zusammenhang mit zum Jahresende vorgenommenen Bilanzanpassungen und anhaltende spekulative Abflüsse kurzfristigen Kapitals

bedingt war. Die Geldmarktzinsen lagen am Jahresende um 1,5 % höher als im Oktober, als sie ihren niedrigsten Stand im Jahr verzeichneten.

Die Finnmark hielt im gewogenen Durchschnitt weiterhin eine relativ enge Schwankungsbreite ein. Gegen Monatsende schwächte sie sich allerdings ab, was zum Teil mit Bilanzanpassungsmassnahmen einiger grosser finnischer Unternehmen zum Jahresende zusammenhing.

Der kanadische Dollar, der die meiste Zeit im Monat um die Marke von US-\$ 0,7650 geschwankt hatte, festigte sich im Verlauf der zweiten Monatshälfte und erreichte am Jahresende einen Höchststand knapp unter US-\$ 0,7700. Diese Entwicklung vollzog sich vor dem Hintergrund der Schwächetendenz des US-Dollars gegenüber wichtigen nichtamerikanischen Währungen. Dem kanadischen Dollar kamen langfristige Kapitalzuflüsse und das positive Zinsgefälle zwischen vergleichbaren Geldmarktsätzen in den USA und Kanada zugute.

Der japanische Yen wies im Dezember einen kräftigen Kursanstieg gegenüber den wichtigsten Währungen auf; gegenüber dem US-Dollar gewann er 8,9 % und gegenüber der ECU 5,3 % an Wert. Am 31. Dezember erreichte die Währung mit 122,00 Yen für 1 US-\$ (Schlussnotierung in Tokio) den höchsten Stand seit Ende des Zweiten Weltkrieges. Die negative Einschätzung des US-Dollars führte zusammen mit der pessimistischen Beurteilung der Entwicklung der US-Handelsbilanz dazu, dass die institutionellen Anleger in Japan nur zögernd US-Dollar-Investitionen tätigten. Die japanische Notenbank und die Federal Reserve intervenierten während des gesamten Monats am Markt, um den starken Anstieg des Yen zu bremsen.

II. INTERVENTIONEN

A. Interventionen in US-Dollar

Im Dezember tätigten die Zentralbanken substantielle Käufe von US-Dollars. Die Nettokäufe beliefen sich auf US-\$ 13,3 Mrd., verglichen mit US-\$ 7,4 Mrd. im November. Fast alle Zentralbanken waren Dollarkäufer. Als bedeutendste Dollarkäufer traten die Bank of England und die Bank of Japan sowie - in geringerem Ausmass - die Federal Reserve Bank, die Deutsche Bundesbank, die Banque de France und die Banco de España in Erscheinung.

B. Interventionen in Gemeinschaftswährungen

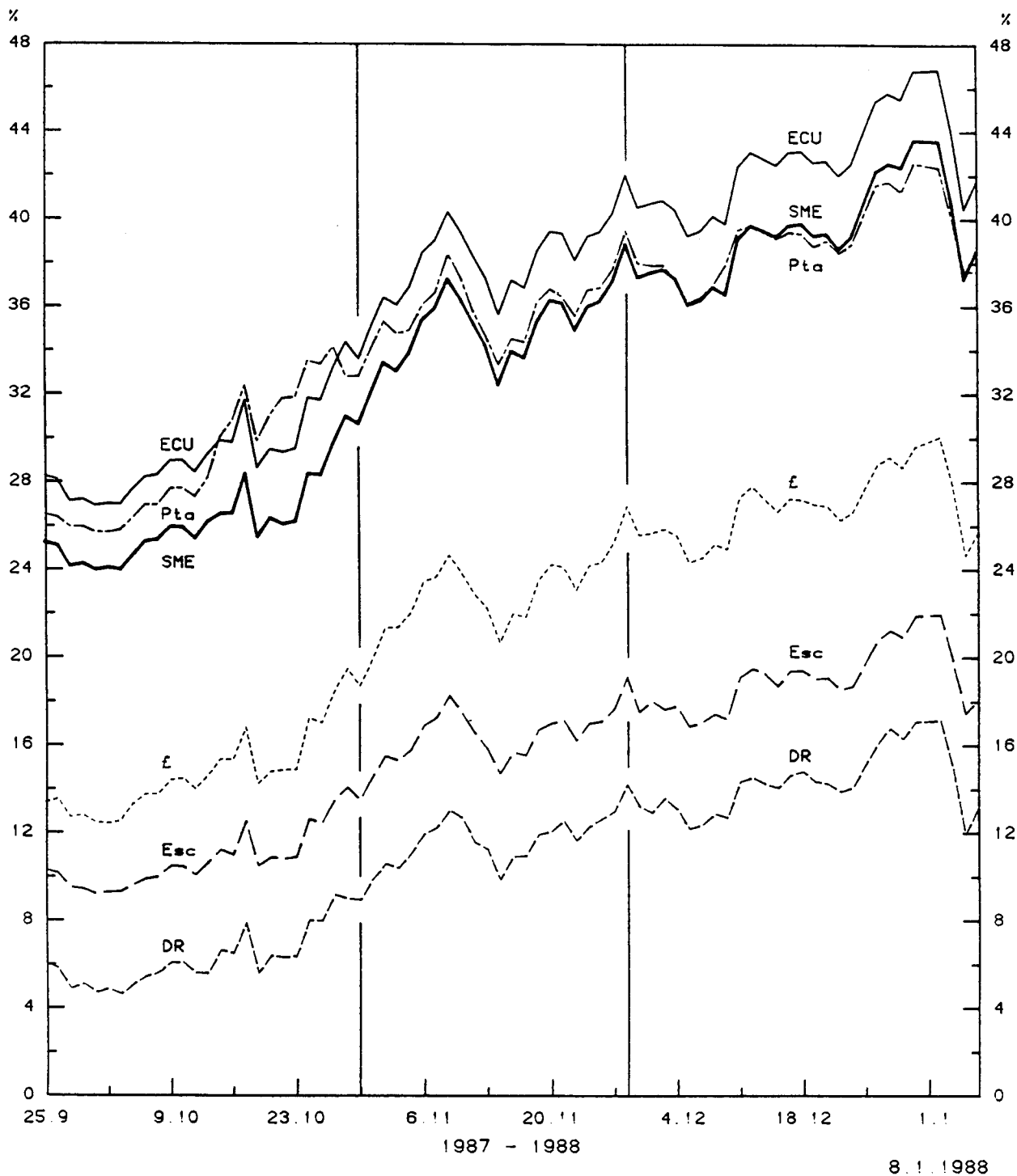
Die von EG-Zentralbanken in EWS-Währungen durchgeführten Interventionen betragen umgerechnet US-\$ 3,4 gegenüber 3,2 Mrd. im November. In diesen Interventionen waren intramarginale DM-Verkäufe mehrerer Zentralbanken und Verkäufe von D-Mark und französischen Francs der Bank of England enthalten.

III. DIE ERSTEN JANUARTAGE 1988

Beträchtliche, abgestimmte Interventionen der Zentralbanken (insbesondere sichtbare Interventionen der Federal Reserve) und die Einschätzung am Markt, dass die Länder der Siebenergruppe bestrebt sind, einen weiteren Kursrückgang des Dollars zu verhindern, führten dazu, dass die US-amerikanische Währung in den ersten Januartagen kräftig im Kurs stieg und ihre nachweihnachtlichen Einbussen wettmachte. Die Einschätzung der US-Währung verbesserte sich allgemein, wobei die Marktteilnehmer nunmehr auf die Veröffentlichung der Novemberzahlen über die US-Handelsbilanz am 15. Januar warten.

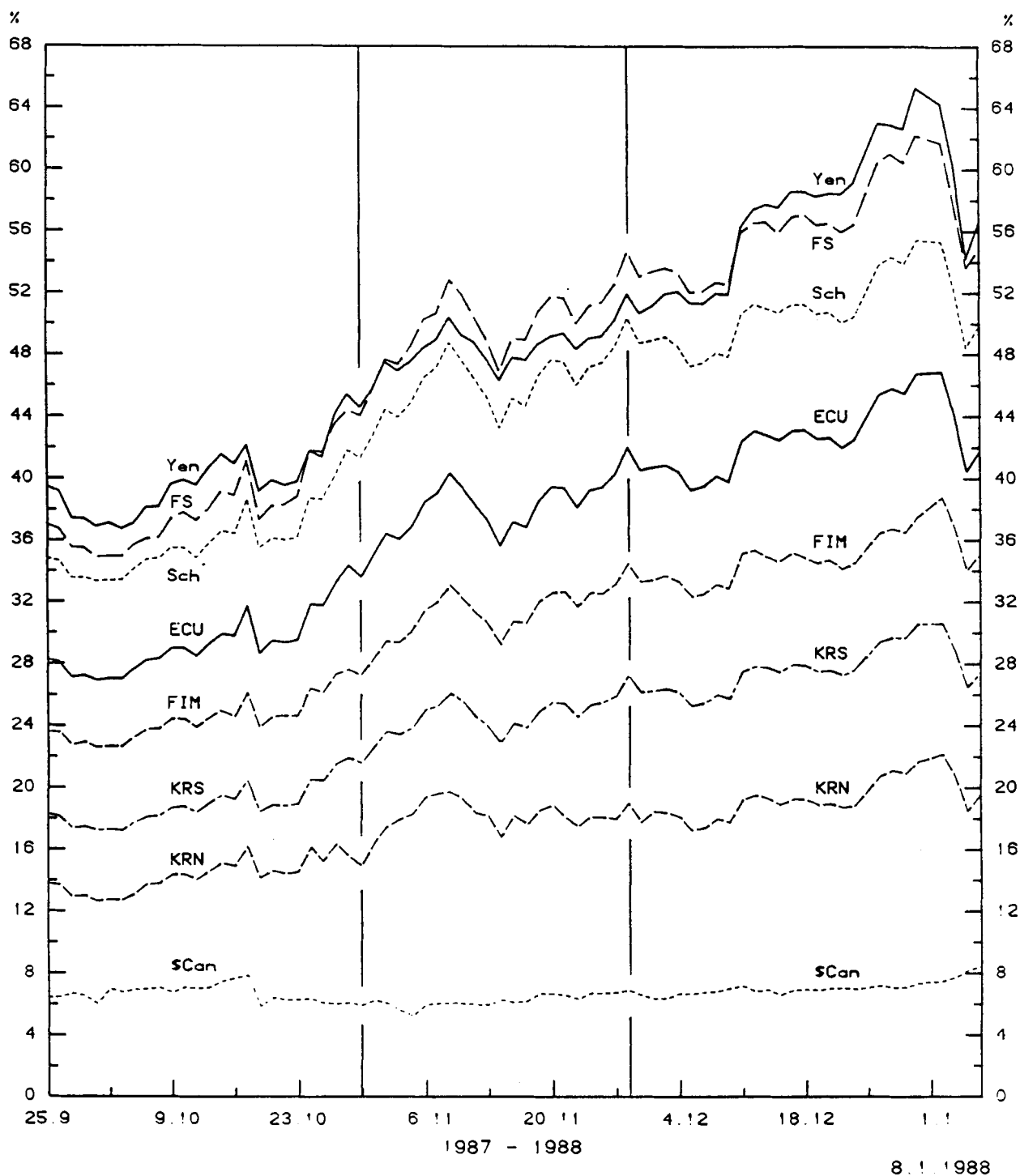
Die Situation im EWS blieb stabil.

EVOLUTION DE L'ECU, DU COURS MEDIAN DES MONNAIES PARTICIPANT AU
MECANISME DE CHANGE DU SME ET DES MONNAIES DES BANQUES CENTRALES DE LA
CEE NE PARTICIPANT PAS A CE MECANISME, SUR LA BASE DES COURS RELEVES
LE 31 DECEMBRE 1985 VIS-A-VIS DU \$EU *



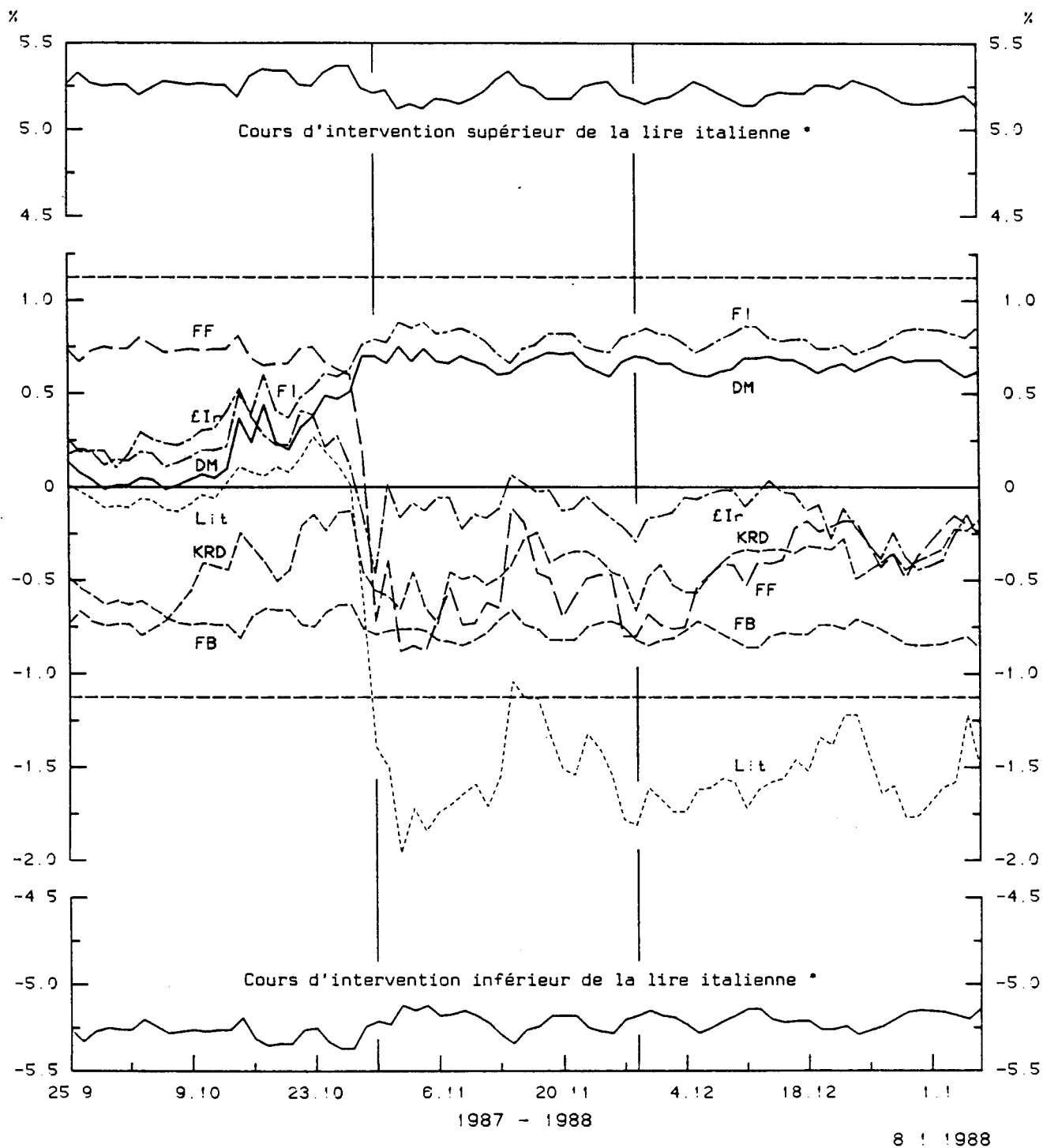
* Voir page suivante.

EVOLUTION DE L'ECU ET DES MONNAIES DES BANQUES CENTRALES HORS CEE
PARTICIPANT A LA CONCERTATION, SUR LA BASE DES COURS RELEVÉS LE
31 DECEMBRE 1985 VIS-A-VIS DU \$EU •



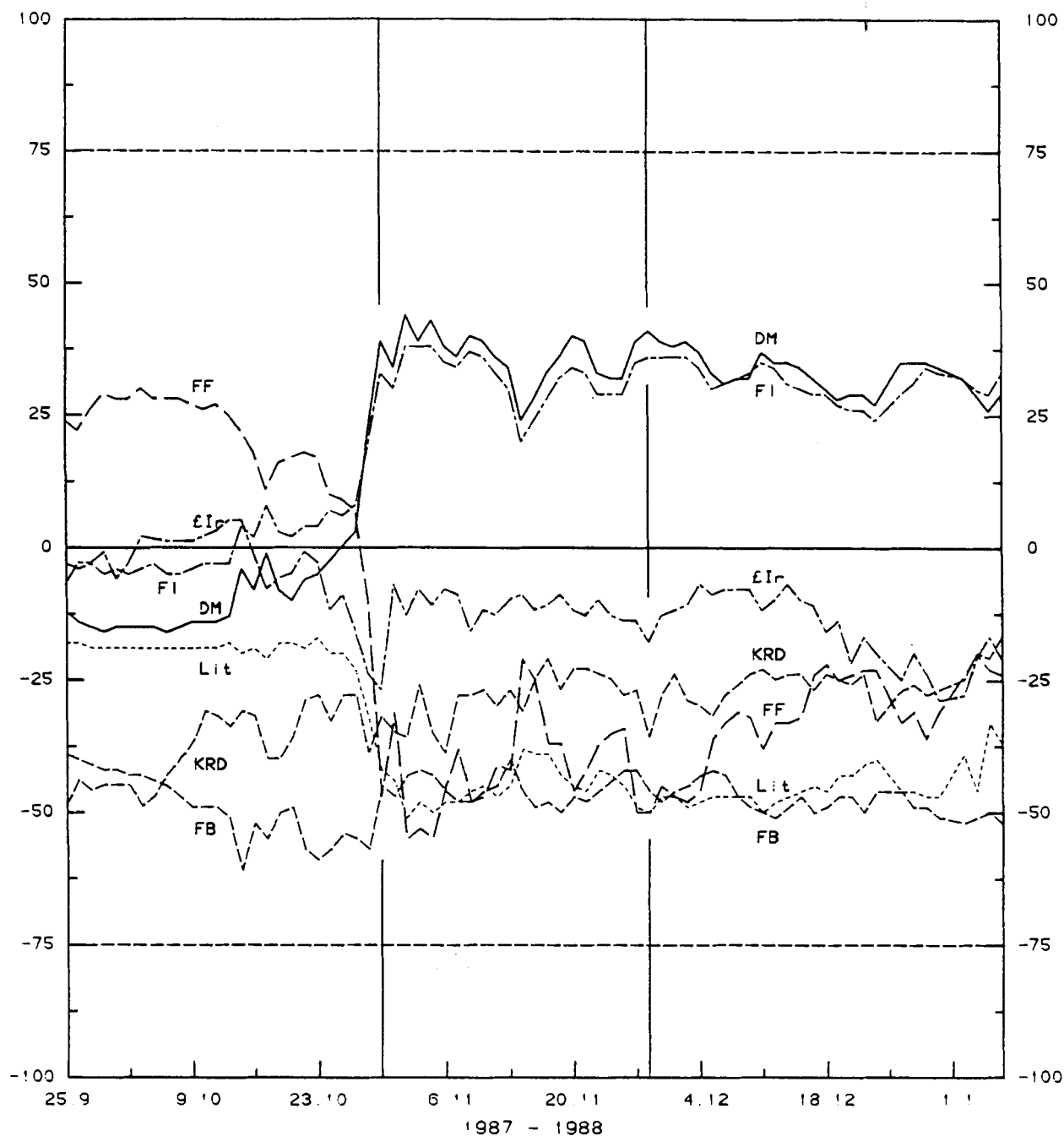
• ECU 1,12622; £ 0,6930; OR 147,7599; PTA 153,7503; ESC 158,4995;
FIM 5,4225; \$Can 1,3975; FS 2,0725; Yen 200,7001; KRS 7,5650;
KRN 7,5850; Sch 17,2901; cours médian des monnaies participant au SME
1,11003. Le cours médian des monnaies participant au SME représente la
moyenne journalière des cours des deux monnaies à marge de fluctuation
de 2,25%, exprimés en dollars EU, qui se sont éloignés le plus de leurs
cours-pivots bilatéraux actuels.

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



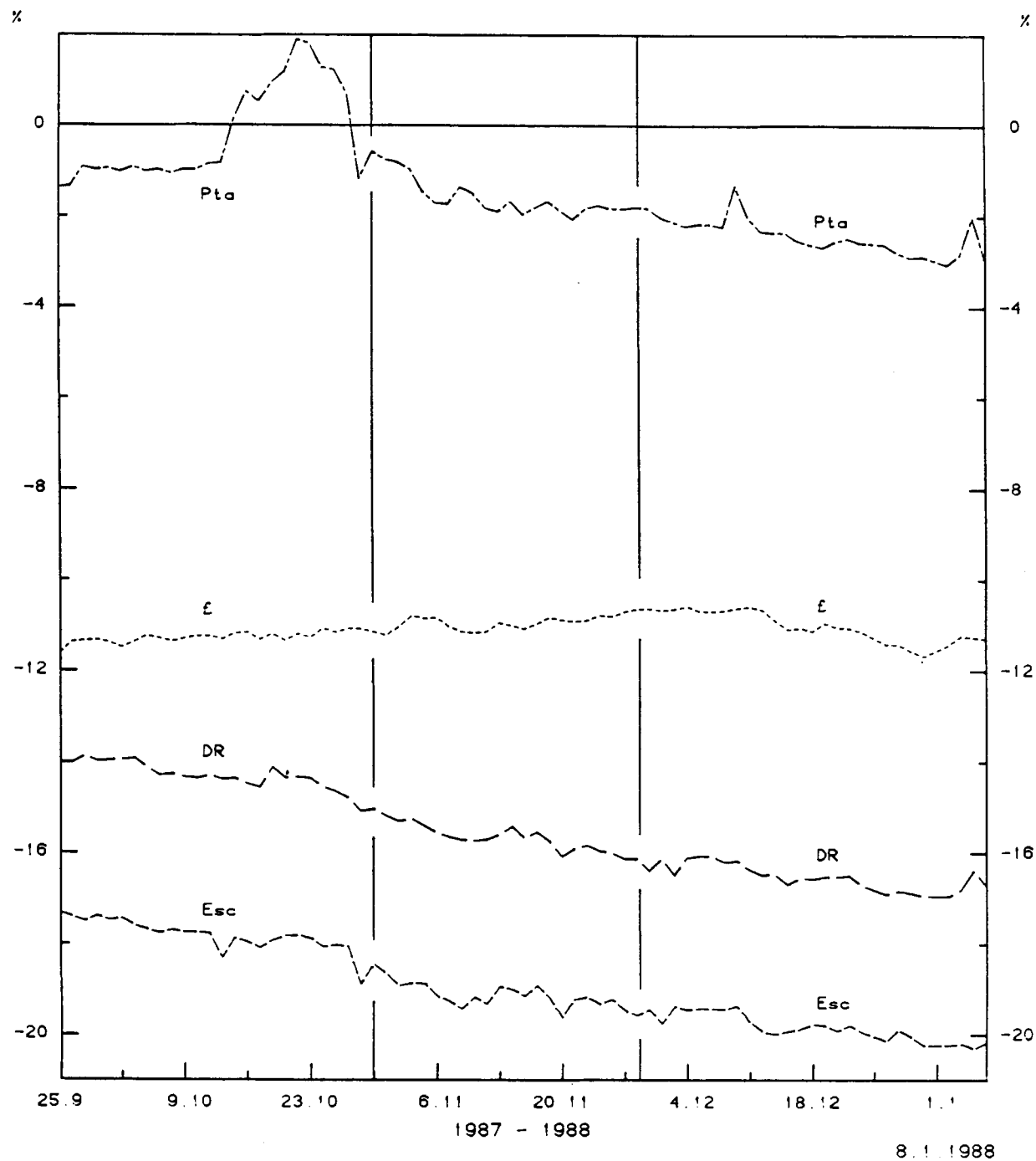
* Les cours d'interventions supérieur et inférieur de la lire italienne représentent l'écart maximal théorique par rapport à la monnaie la plus faible respectivement la plus forte dans la bande de fluctuation étroite de 2,25%.

EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE *



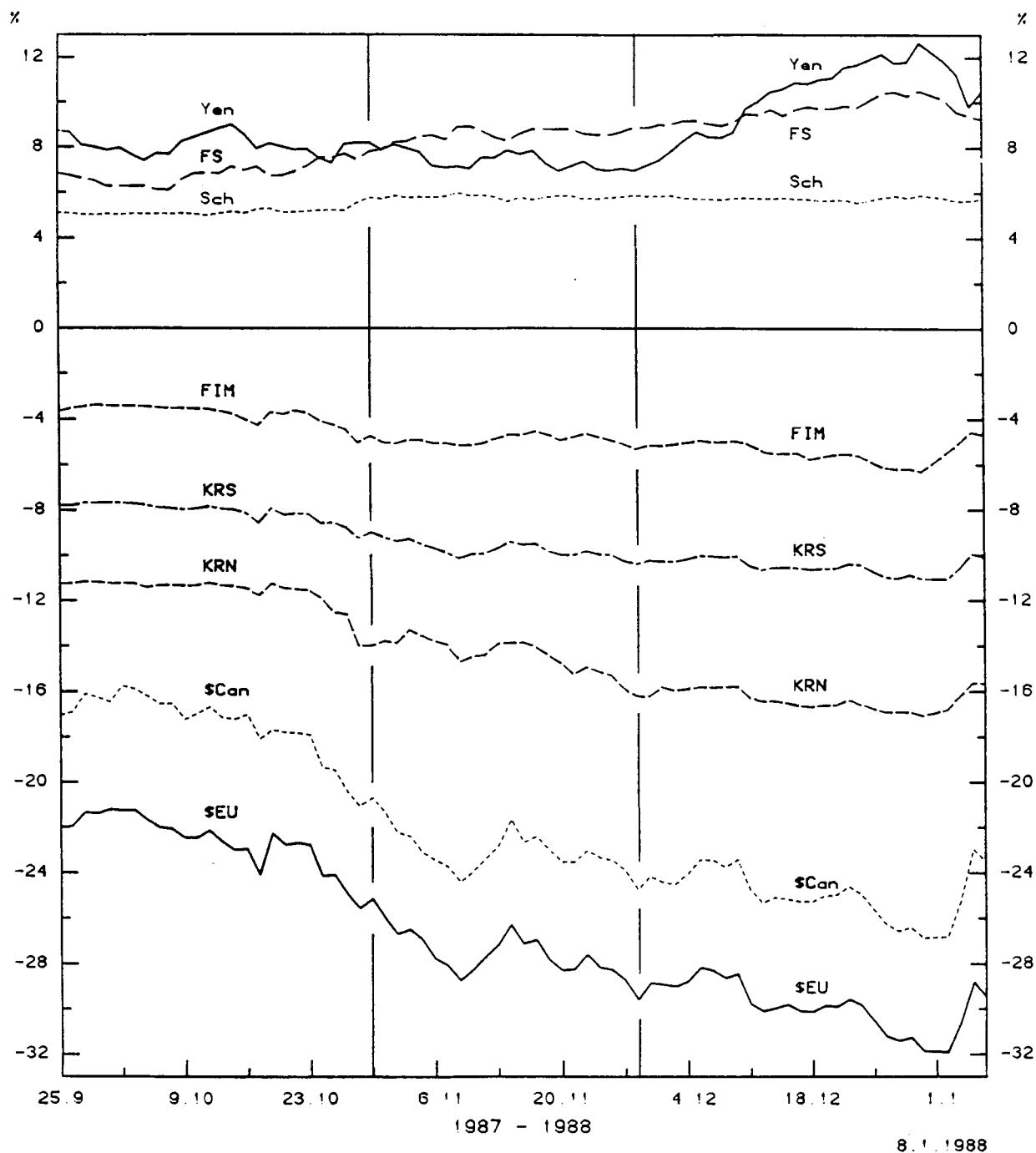
* L'indicateur de divergence a pour but de mesurer, sur une base comparable pour toutes les monnaies participant au mécanisme de change européen, la position d'une monnaie vis-à-vis de son cours-pivot ECU. L'écart maximal de divergence est le pourcentage maximal par lequel le cours de marché de l'ECU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

EVOLUTION DE LA LIVRE STERLING, DE LA GRACHME, DE LA PESETA ET DE
L'ESCUDD PAR RAPPORT A L'ECU SUR LA BASE DES COURS DU MARCHÉ RELEVÉS
LE 31 DECEMBRE 1985 *



* £ 0,615334; DR 131,20; PTA 136,519; ESC 140,736.

EVOLUTION DES MONNAIES DES BANQUES CENTRALES HORS CEE PARTICIPANT
A LA CONCERTATION PAR RAPPORT A L'ECU SUR LA BASE DES COURS DU
MARCHE RELEVES LE 31 DECEMBRE 1985 *



* \$EU 0,887927; \$Can 1,24088; FS 1,84023; Yen 178,207; KRS 6,71717;
KRN 6,73493; Sch 15,3523; FIM 4,81479.