PROTOKOLI.*

DER 228. SITZUNG DES AUSSCHUSSES DER PRÄSIDENTEN

DER ZENTRALBANKEN DER MITGLIEDSTAATEN

DER EUROPÄISCHEN WIRTSCHAFTSGEMEINSCHAFT

BASEL, DIENSTAG, 13. September 1988, 10 UHR

Anwesend sind: der Gouverneur der Banque Nationale de Belgique und Ausschussvorsitzende, Herr Godeaux, begleitet von den Herren Janson, Rey und Michielsen; der Gouverneur der Danmarks Nationalbank, Herr Hoffmeyer, begleitet von Herrn Mikkelsen; der Präsident der Deutschen Bundesbank, Herr Pöhl, begleitet von den Herren Gleske und Rieke; der Gouverneur der Bank von Griechenland, Herr Chalikias, begleitet von 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 Masera; 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 den Herren Pega Marques und da Costa Pinto; der Gouverneur der Bank of England, Herr Leigh-Pemberton, begleitet von den Herren Loehnis und Price; der Präsident der Kommission der Europäischen Gemeinschaften, Herr Delors, begleitet von den Herren Mingasson und Dixon; der Generaldirektor des Luxemburgischen Währungsinstituts, Herr Jaans. Zugegen sind ferner die Herren Raymond und

Endgültige, in der Sitzung vom 8. November 1988 gebilligte Fassung, die gegenüber dem Entwurf nur einige Änderungen redaktioneller Art aufweist.

Der <u>Vorsitzende</u> eröffnet die Sitzung mit dem Hinweis, dass der Ausschuss unter dem Vorsitz von Herrn Delors wie vorgesehen am Nachmittag um 14 Uhr zusammentreten wird; es sei nicht möglich, die Sitzung früher zu beginnen, doch sei deren Ende für 17.30 Uhr vorgesehen, um den Teilnehmern die planmässige Abreise zu ermöglichen.

I. <u>Billigung des Protokolls der 227. Sitzung</u>

Der <u>Ausschuss</u> billigt einstimmig das Protokoll der 227. Sitzung vorbehaltlich einiger Änderungen redaktioneller Art, die in der endgültigen Fassung Berücksichtigung finden.

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

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

A. Referat von Herrn Dalgaard

Die Festigung des Dollars, die im Mai ihren Anfang genommen hatte, setzte sich bis Mitte August fort. Die Gründe für die Höherbewertung waren wie zuvor das starke Wirtschaftswachstum in den USA, das vor allem einen Anstieg der Zinsen nach sich zog, und eine leichte Verbesserung der Handelsbilanz.

Die Deutsche Bundesbank versuchte, diese Entwicklung durch Dollarverkäufe zu bremsen, zunächst allein, in der Folge gemeinsam mit anderen Notenbanken unter Einschluss der "Federal Reserve". Diese Verkäufe waren sehr umfangreich; für die drei Monate Juni, Juli und August zusammen beliefen sie sich auf mehr als \$ 20 Mrd. Gleichzeitig wurden in Deutschland und in anderen Ländern die Zinsen angehoben. So stieg in Deutschland der Satz für Dreimonatsgeld von 3,5 auf 4,5 %. Trotz dieser Aktionen blieb die D-Mark aufgrund bedeutender Abflüsse im langfristigen Kapitalverkehr selbst innerhalb des EWS schwach.

Im August trat in bezug auf den Dollar - wohl durch das Zusammenwirken der sehr hohen Interventionen und des Zinsanstiegs in zahlreichen Ländern sowie aufgrund einiger Anzeichen eines sich verlangsamenden US-Wirtschaftswachstums – ein Stimmungswandel ein. Die D-Mark festigte sich gegenüber dem Dollar und im EWS. Die deutschen Geldmarktzinsen begannen sogar zu einem Zeitpunkt, als der Diskontsatz angehoben wurde, zu sinken. Die D-Mark musste nicht mehr durch Interventionen gestützt werden; vielmehr begannen einige Zentralbanken Anfang September D-Mark zu verkaufen.

Die Entwicklung des Yen durchlief verschiedene Phasen; auf eine Abschwächung folgte eine Stabilisierung und der wiederum schloss sich eine in jüngster Zeit festere Tendenz an.

Die Lage im EWS war so lange ruhig, wie der Dollar fest notierte. Ende August/Anfang September enstanden im Zusammenhang mit der Befestigung der D-Mark, Gerüchten über eine bevorstehende Leitkursneuordnung, die im Zusammenhang mit dem informellen Treffen des Rates der Wirtschafts- und Finanzminister entstanden waren, und dem Vorliegen von Sonderfaktoren in einigen Ländern gewisse Spannungen. Die Spannungen waren in Frankreich und Italien am stärksten ausgeprägt. In Frankreich hatte sich der Zinsabstand zur D-Mark von 4 Prozentpunkten Anfang Juni auf 2 Punkte Ende Juli verringert. Der Druck auf den französischen Franc führte dazu, dass die Zinsen wieder anstiegen, die Währung im Kursband zurückfiel und in der Zeit von Ende August/Anfang September mit rund \$ 2 Mrd. beträchtlich interveniert wurde.

In Italien belastete die Verschlechterung der Zahlungsbilanz die Lira, und die Banca d'Italia setzte ebenfalls die bereits erwähnten drei Instrumente ein, nämlich die Schwankungsmarge, die Zinsen und Interventionen. Letztere erreichten die Grössenordnung jener Frankreichs, nämlich \$ 2 Mrd. Die für Oktober vorgesehenen bedeutenden Massnahmen zur Liberalisierung des Kapitalverkehrs und zur Deregulierung scheinen den Druck auf die Lira nicht verstärkt zu haben.

Von diesen Bewegungen wurden auch andere am EWS-Wechselkursmechanismus teilnehmende Währungen betroffen. Der belgische Franc war denselben Einflüssen ausgesetzt wie der französische Franc und die italienische Lira, litt darüber hinaus aber auch unter den Geschehnissen im Zusammenhang mit der Société Générale, also unter Kapitalabflüssen, die auf die Zuflüsse von Anfang 1988 folgten. Die Banque Nationale de Belgique erhöhte ihre Zinsen und intervenierte seit Mitte Juni in regelmässigen Abständen im Gesamtbetrag von ca. \$ 2 Mrd.

Der holländische Gulden zeigte sich weniger widerstandsfähig als im ersten Halbjahr 1988. Sein Kurs schwächte sich ab, die Zinsen wurden

heraufgesetzt, und es kam zu ziemlich regelmässigen Interventionsverkäufen, die sich zusammen auf über \$ 2 Mrd. beliefen. Der Zinsabstand zwischen den Niederlanden und Deutschland bildete sich auf den normalen Wert von 0,5 Punkten zurück.

In Dänemark waren die Kapitalzuflüsse sehr viel weniger umfangreich, und die dänische Krone schwächte sich leicht im Kurs ab. Die Ankündigung, dass am 1. Oktober 1988 die letzten noch bestehenden Kapitalverkehrsbeschränkungen aufgehoben würden, blieb ohne Einfluss auf den Markt.

Das irische Pfund blieb fest, obwohl sich das Zinsgefälle zu den anderen Ländern leicht abflachte.

Als Fazit lässt sich festhalten, dass die jüngst im EWS aufgetretenen Spannungen offenbar darauf zurückgeführt werden können, dass das Zinsgefälle stärker verringert wurde, als der Markt für angezeigt hielt. Die betroffenen Zentralbanken sind diesen Spannungen mit den drei klassischen Instrumenten entgegengetreten und erzielten dabei zufriedenstellende Ergebnisse. Allerdings bestehen – namentlich was die Leistungsbilanzen angeht – fundamentale Unterschiede zwischen den EWS-Ländern, die zu Spannungen beitragen können.

Die Kursentwicklung der nicht am Wechselkursmechanismus teilnehmenden Währungen verlief unterschiedlich. In Grossbritannien wurden die Zinsen hauptsächlich aus binnenwirtschaftlichen Gründen angehoben; die Bekanntgabe eines Rekorddefizits der Handelsbilanz führte zu einiger Bewegung beim Pfund Sterling. Dessen Aussenwert schwankte etwas, doch bleibt festzuhalten, dass die Spannweite seiner Schwankungen gegenüber der D-Mark seit vergangenen März zwischen DM 3,10 und 3,22 begrenzt blieb.

Die spanische Peseta zeigte eine stabile Haltung, weist jedoch seit Anfang des Jahres gegenüber der D-Mark trotz Interventionen auf der Käuferseite in Höhe von mehr als \$ 20 Mrd. eine Aufwertung von 8 % auf. Ende August schwächte sie sich allerdings im Zusammenhang mit auf dem französischen Franc und der italienischen Lira lastenden Spannungen, der Verschlechterung der Handelsbilanz und dem verringerten Zinsgefälle zum Ausland ab, und die Banco de España intervenierte auf der Verkäuferseite.

Die griechische Drachme und der portugiesische Escudo verloren im gewogenen Mittel weiterhin leicht an Wert.

B. Referat von Herrn Janson

Die Diskussion der Stellvertreter drehte sich im wesentlichen um die folgenden Punkte:

- 1. Wie ist die jüngste Entwicklung auf den Märkten zu deuten, die durch eine gewisse Nervosität gekennzeichnet war, ohne dass man deshalb von starken Spannungen sprechen kann?
- 2. Was kann unternommen werden, um das Vertrauen der Märkte in die Stabilität der Kursrelationen zwischen den EWS-Währungen zu stärken und auf diese Weise die jüngsten bedeutenden und miteinander übereinstimmenden Erklärungen der deutschen und französischen Stellen zu bekräftigen?
- 3. Was ist von der Sonderentwicklung des Pfund Sterling und der spanischen Peseta zu halten?

1. Die Nervosität auf den Märkten

Hierbei ist es angezeigt, das jüngste Geschehen an den Devisenmärkten vor dem Hintergrund der Grundtatbestände in den einzelnen Volkswirtschaften zu sehen.

- a) Das <u>Wirschaftswachstum</u> ist in den meisten europäischen Ländern unter Einschluss Deutschlands, wo es sich in letzter Zeit noch beschleunigt hat, kräftig. Da bei einigen europäischen Handelspartnern Deutschlands das Wachstum noch deutlich stärker ist, schlägt sich dies in Europa in der Entwicklung des jeweiligen Leistungsbilanzsaldos und im bilateralen Handel Deutschlands mit seinen Partnern nieder. Aus der Sicht des EWS besteht kein Grund, sich hierüber besonders zu beunruhigen. In den Ländern, in denen sich ein Leistungsbilanzdefizit herausbildet, namentlich in Frankreich und in Italien, verharrt dieses bei einer Grössenordnung, die für sich gesehen kaum zur Sorge Anlass gibt, zumal die Kosten-Preis-Relationen nicht Gefahr laufen, sich zu verzerren.
- b) An der <u>Preisfront</u> beobachten einige Stellvertreter, dass das Klima leicht im Wandel begriffen ist. Aus dieser Sicht ebenso wie durch das Bestreben, den Anpassungsprozess fortzuführen, erklärt sich das Bemühen, jegliche Abwertung der D-Mark zu vermeiden. Den Massnahmen der deutschen Instanzen zur Erzielung dieses Ergebnisses schlossen sich die anderen dem EWS angehörenden Länder an, indem sie die durch die Vereinbarungen von Basel/Nyborg gegebenen Handlungsmöglichkeiten nutzten.

c) Diese Aktionen beeinflussten etwas die Erwartung stabiler Wechselkurse, was zusammen mit den entsprechenden Zinsdifferenzen zu Bewegungen im langfristigen Kapitalverkehr und somit zur Finanzierung der Leistungsbilanzungleichgewichte beigetragen hat. Es wurde hervorgehoben, dass diese Kapitalbewegungen in einigen Fällen auf geeignete Weise zur Finanzierung des unterschiedlichen Investitionswachstums in den einzelnen Regionen der Gemeinschaft beitragen und bereits heute die positiven Auswirkungen der Freizügigkeit des Kapitalverkehrs erkennen lassen. Wenn freilich Gerüchte über die Wechselkursrelationen zwischen den wichtigsten Währungen entstehen, dann reicht die Wiederherstellung der üblichen Zinsdifferenz häufig nicht mehr aus, die am Markt entstandenen Erwartungen zu dämpfen. Einige Stellvertreter sind im übrigen über das jetzige hohe Zinsniveau besorgt und sehen Grenzen für zusätzliche glaubhafte Massnahmen zur weiteren Anhebung der Zinsen.

2. Die einzuschlagende Politik

- a) Einige Stellvertreter äusserten die Befürchtung, an den Märkten könnte sich der spekulative Druck erhöhen. Mit dem Anstieg der D-Mark an die Spitze des EWS-Kursbandes und dem leichten Zurückgleiten des französischen Franc erinnern sich die Marktteilnehmer an die lange Tradition der namentlich zwischen diesen beiden wichtigen Währungen des Systems vorgenommenen Neuanpassungen der Leitkurse. Es gilt deshalb jetzt, für die Märkte ein deutliches und überzeugendes Zeichen zu setzen, damit die Gerüchte über ein Realignment abklingen.
- b) Ein solches Abklingen ist auch aus den folgenden Gründen wünschenswert: Bei der preislichen Wettbewerbsfähigkeit fand keine fühlbare Entwicklung statt. Die Handelsbilanzungleichgewichte in Europa sind zum grossen Teil Ausdruck der Strukturvorteile der deutschen Wirtschaft beim Export von Investitionsgütern in einer Phase konjunktureller Abschwächung. Im übrigen kommt es darauf an, nicht das Vertrauen in die erklärte Absicht zu erschüttern, die gemeinsamen Anstrengungen zur Verwirklichung einer grösseren Konvergenz der internen und externen Stabilität fortzusetzen. Es ist unbedingt erforderlich, namentlich in dieser Zeit internationaler Zusammenkünfte, dass eventuell von offizieller Seite abgegebene Erklärungen dazu beitragen, das Vertrauen in stabile Wechselkursrelationen zu festigen.
- c) In dem Bemühen, den Zeichen einer erwünschten Kohäsion einen konkreten Inhalt zu geben, wurden folgende Gedanken mit Blick auf eventuelle Kursbewegungen des Dollars vorgetragen. Es wurde daran erinnert, dass die

fundamentalen Bedingungen der amerikanischen Wirtschaft weiterhin das Risiko einer nicht unerheblichen Dollarabwertung in sich tragen. Im Falle einer Abwärtsbewegung des Dollars käme wohl eher einer von deutscher Seite eingeleiteten Zinsauflockerung Signalwirkung für ein koordiniertes Vorgehen zur Erhaltung der Stabilität im EWS und zur Wiedererlangung eines Handlungsspielraums zu.

Einer eventuellen steigenden Tendenz des Dollars sollte nicht mit einer erneuten Heraufsetzung der Zinssätze, sondern mit koordinierten Interventionen allein in Dollar begegnet werden.

3. Das Pfund Sterling und die spanische Peseta

a) Pfund Sterling

Das bedeutende englische Handelsbilanzdefizit im August hat die Dynamik der Inlandsnachfrage in Grossbritannien deutlich gemacht. Dies rechtfertigte nach Meinung des englischen Stellvertreters, die zinspolitischen Zügel zunehmend anzuziehen. Der englische Stellvertreter räumt ein, dass das Pfund auf seinem derzeitigen Kursniveau anfällig ist, und er hofft, dass ein weiteres Anheben der Zinsen vermieden werden kann.

b) Peseta

Die Abschwächung der Peseta muss vor dem Hintergrund einer über der Zielsetzung von 3 % liegenden Inflationsrate, der deutlichen Verschlechterung der Leistungsbilanz und des Rückgangs der Zinsen gesehen werden. Diese Abschwächung macht nur zu einem Teil die beträchtliche reale Höherbewertung der Peseta gegenüber der D-Mark (die sich seit Anfang 1988 auf etwa 8 % beläuft) rückgängig. Im Kursrückgang der Peseta schlagen sich vor allem Bewegungen im kurzfristigen Kapitalverkehr nieder, die vor allem durch den auf dem französischen Franc und der italienischen Lira lastenden Druck beeinflusst waren.

Herr Hoffmeyer macht einige ergänzende Ausführungen zu der von Herrn Dalgaard erwähnten Aufhebung der letzten in Dänemark noch verbliebenen Kapitalverkehrsbeschränkungen. Diese Massnahme tritt am 1. Oktober in Kraft und wird einer 55 Jahre umspannenden Periode der Devisenkontrollen ein Ende setzen. Von diesem Zeitpunkt an wird der Kapitalverkehr völlig frei sein, wobei zwei Regeln jedoch bestehen bleiben. Einmal bleibt die Auslandsposition der Finanzinstitute in liberaler Weise reglementiert, um zu verhindern,

dass die Banken gegen die dänische Krone spekulieren; zudem gilt weiterhin eine steuerliche Vorschrift, die darauf hinausläuft, dass in Dänemark Ansässige gewährleisten müssen, dass die dänischen Steuerbehörden über ihre Auslandsdepots die gleichen Informationen erhalten wie über die in Dänemark befindlichen Depots. Die Dänen haben selbst dafür zu sorgen, dass diese Informationen gegeben werden, so dass es keinen Eingriff in die nationale Gesetzgebung des Landes geben wird, in welchem sich die Depots befinden.

Wie bereits gesagt wurde, hat die Ankündigung der Aufhebung der Devisenkontrollen zum 1. Oktober 1988 keine Auswirkungen auf den Devisenmarkt gehabt.

Der <u>Vorsitzende</u> stellt fest, dass zu den Referaten von Herrn Dalgaard und Herrn Janson keine weiteren Wortmeldungen vorliegen.

Verabschiedung durch den Ausschuss des an die EG-Finanzminister gerichteten Berichts über die Entwicklung an den Devisenmärkten der neunzehn an der Konzertation beteiligten Länder im Juli, August und in den ersten Septembertagen 1988

Der <u>Vorsitzende</u> stellt die Billigung des "Konzertationsberichts" durch den Ausschuss fest; dieser wird wie üblich den Finanzministern der EG-Länder zugeleitet werden.

IV. Gedankenaustausch über die Entwicklung der öffentlichen Finanzen und deren wirtschaftspolitische Konsequenzen

Der <u>Vorsitzende</u> ruft in Erinnerung, dass der Ausschuss diesen Gedankenaustausch in der vorhergehenden Sitzung nicht vornehmen konnte. Herr Raymond habe zwar bereits im Juli die Note über die öffentlichen Finanzen mündlich vorgetragen, könnte indes einige Punkte noch einmal aufgreifen oder eventuell eine Aktualisierung vornehmen.

A. Referat von Herrn Raymond

Eine Aktualisierung nach dem Vortrag von Juli ist nicht nötig, da sich die Note über die öffentlichen Finanzen hauptsächlich auf das Jahr 1987 bezieht, doch könnten die wesentlichen Punkte des Vortrags vom Juli und der Note noch einmal in Erinnerung gerufen werden. Die Entwicklung der öffentlichen Finanzen im Jahre 1987 lässt sich durch drei positive Ergebnisse und drei Sorgenpunkte kennzeichnen. Die in der Note hervorgehobenen positiven Ergebnisse sind

- ein in Relation zum BSP gemessener insgesamt leichter Rückgang der Ausgaben und der Defizite in der Gemeinschaft als Ganzes,
- eine geringfügige Verbesserung der Konvergenz zwischen den Mitgliedsländern.
- eine Abschwächung des Konflikts zwischen Haushaltspolitik und Geldpolitik infolge namentlich der starken Abnahme der direkten monetären Finanzierung der Haushaltsdeckungslücken.

Bei den Sorgenpunkten handelt es sich um die folgenden:

- Die erzielten Fortschritte sind sehr begrenzt.
- In den Ländern, in denen die Lage am schlechtesten ist, bei denen also das Budgetdefizit oder die Quote der öffentlichen Verschuldung am höchsten ist, wurden keine nennenswerten, dauerhaften Fortschritte erzielt; diese Feststellung trifft noch um so mehr zu, wenn man im Falle dieser Länder konjunkturelle Faktoren wie den vorübergehenden Anstieg der Staatseinnahmen aufgrund eines in diesem Ausmass unerwarteten stärkeren Wirtschaftswachstums oder den Rückgang der nominalen Zinsen, der sich 1988 nicht fortgesetzt hat, ausklammert.
- In den Ländern hingegen, in denen die Lage der öffentlichen Haushalte günstig ist, sind die politischen Instanzen der Auffassung, dass sie nur über einen sehr begrenzten Handlungsspielraum verfügen, um die Fiskalpolitik für konjunkturelle Zwecke einzusetzen.

B. Referat von Herrn Janson

- 1. Die Stellvertreter teilen <u>im allgemeinen</u> die Schlussfolgerungen des von Herrn Raymond vorgelegten Berichts. Wenn sich auch der Konflikt zwischen der Budgetpolitik und der Geldpolitik 1987 entschärft hat, ist die Entwicklung der öffentlichen Haushalte nur teilweise zufriedenstellend. Die Einzelsituationen sind in der Tat sehr unterschiedlich und in mehreren Fällen auf mittlere Sicht nur schwerlich tragbar.
- 2. Die Stellvertreter stellen fest, dass der <u>Zinsaufwand für die</u> <u>öffentliche Verschuldung</u> in einigen Ländern den Saldo der öffentlichen Haushalte stark beeinflusst. Dadurch kompliziert sich die Rückführung des

Defizits, denn die Sanierungsbemühungen müssen bei den Nichtzinsausgaben ansetzen, die mitunter nur mit Schwierigkeiten reduziert werden können.

Bei Betrachten der Tabelle 10 lässt sich zudem feststellen, dass es zwischen den einzelnen Ländern erhebliche Unterschiede gibt, wenn man den Bruttozinsaufwand (Spalte a) mit demselben Aufwand vergleicht, nachdem man zum einen die Steuereinnahmen aus Zinseinkünften (s. Spalte e) und zum anderen die Zinseinnahmen der öffentlichen Hände aus ihrem eigenen Finanzvermögen (s. Spalte h) abzieht. Hier wird deutlich, welche Bedeutung in einigen Ländern den sich aus der Liberalisierung des Kapitalverkehrs ergebenden steuerlichen Konsequenzen zukommt – ein Thema, das nach Meinung eines Stellvertreters Anlass zu nützlichen Überlegungen im Rahmen der "Raymond-Gruppe" sein könnte.

3. Der <u>deutsche Stellvertreter</u> kommentierte die Ursachen, die zu einem Anstieg des Defizits der öffentlichen Haushalte in Deutschland geführt haben, und ging auf die Auswirkungen ein, die sich daraus für die Zinsen ergeben. Er gab bekannt, dass die Bundesbank die preislichen Auswirkungen der für das kommende Jahr geplanten Anhebung einiger Verbrauchssteuern genau beobachten wird.

Der <u>italienische Stellvertreter</u> erklärte, seine Regierung beabsichtige, das Haushaltsdefizit (ohne Zinsaufwand), das sich derzeit auf 3,4 % des BSP belaufe, bis 1992 in einen geringen Überschuss umzukehren, was einem Umschwung in der Grössenordnung von 4 % des BSP gleichkäme. Der Zinsaufwand entspreche gegenwärtig 8 % des BSP. Eine Verwirklichung dieses Zieles sollte ermöglichen, dass sich die öffentliche Verschuldung gemessen in Relation zum Sozialprodukt 1992 stabilisiert. Natürlich werde das Ergebnis auch durch die Zinsentwicklung beeinflusst.

- 4. Die Stellvertreter stellten darüber hinaus fest, dass die Finanzierung der öffentlichen Defizite immer weniger mittels Zentralbankgeldschöpfung, d.h. direkt durch Zentralbankkredite oder indirekt durch öffentliche Verschuldung im Ausland finanziert wird. In der Tat ist die Finanzierung der öffentlichen Defizite durch Inanspruchnahme der nationalen Kapitalmärkte in den Ländern der EG zu einer weitgehend befolgten Praxis geworden.
- 5. Die Diskussion hat gezeigt, dass weder das Ausmass noch die Art der Finanzierung der öffentlichen Haushaltsdefizite ein Urteil darüber zulässt, welche Auswirkungen die öffentlichen Finanzen auf die Geldpolitik haben.

<u>Einige Stellvertreter</u> weisen daher mit Nachdruck auf die Notwendigkeit hin, die gesamte interne Ersparnis des jeweiligen Landes zu betrachten, wobei ein Entsparen des öffentlichen Sektors durch eine hohe Ersparnisquote des privaten Sektors kompensiert werden kann. Dies schliesst nicht aus, dass das öffentliche Haushaltsdefizit mittelfristig zu korrigieren ist, doch auf kurze Sicht kann man hieraus nur schwerlich einen makroökonomischen Störfaktor ableiten.

<u>Ein Stellvertreter</u> merkt an, dass das Abseitsstehen der Zentralbank bei der Finanzierung des Haushalts nicht ausreicht, um auf das öffentliche Finanzgebaren einen wirklichen Zwang auszuüben, wie man an der gegenwärtigen Situation in der Gemeinschaft erkennen kann. Daran müsse man denken, wenn man sich Gedanken über die Voraussetzungen einer gut funktionierenden europäischen Zentralbank mache, und eventuell andere die öffentliche Haushaltsdisziplin fördernde Massnahmen in Aussicht nehmen.

Anzumerken ist noch, dass der Währungsausschuss am 6. September erklärte, er werde sich womöglich demnächst mit den Mechanismen der Finanzierung der öffentlichen Haushalte in den Mitgliedsländern befassen. Die Dienststellen der Kommission würden mit Blick auf diese Untersuchung eine Note vorbereiten. Herr Loehnis verwies darauf, dass der Ausschuss der Zentralbankpräsidenten seit mehreren Jahren eine jährliche Überprüfung der Entwicklung der öffentlichen Finanzen auf der Basis von Dokumenten vornimmt, die dem Währungsausschuss übermittelt werden, und dass dieser somit diese Dokumente bei der vorgesehenen Untersuchung beachten sollte.

C. <u>Diskussion des Ausschusses</u>

Herr Leigh-Pemberton erklärt, der Expertenbericht enthalte die folgenden Schlussfolgerungen: Die Situation der öffentlichen Finanzen sei 1987 besonders zufriedenstellend gewesen, wohingegen die Perspektiven einer Verbesserung der Konvergenz in der Gemeinschaft ungewisser sind. In Grossbritannien sei die Politik der Verringerung der öffentlichen Ausgaben und der öffentlichen Verschuldung fortgesetzt worden. Das Ziel sei es, diese Politik mittelfristig fortzusetzen und an einem ausgeglichenen Budget festzuhalten. Tatsächlich könnte der Haushaltsüberschuss 1988 deutlich über den Erwartungen liegen und 3 % des BSP erreichen. Trotz dieser Entwicklung wachse die Geldmenge sehr kräftig aufgrund der starken Ausweitung der Verschuldung des privaten Sektors. Die Wirtschaftstätigkeit befinde sich auf einem sehr hohen Niveau, und die Inlandsnachfrage sei sehr kräftig und liege über

dem Potential der Nachfrage, was die Verschlechterung des Leistungsbilanzsaldos und die starke Ausweitung der Kreditvergabe erklärt. Immerhin zeige sich eine Verbesserung bei Angebot, Produktivität und Beschäftigung. Daraus resultiere ein Wachstum der Realeinkommen, eine gestiegene Zuversicht in der Industrie und bei den privaten Haushalten und auch eine Zunahme der privaten Ersparnis. Diese Vorgänge, die ausgeprägter seien als in den anderen Ländern der Gemeinschaft, erklärten die Unterschiede, die zwischen Grossbritannien und seinen Partnern in bezug auf die monetäre Expansion und die öffentlichen Finanzen bestünden.

Herr Ciampi dankt zunächst der Expertengruppe und ihrem Vorsitzenden für den Bericht, der klar und vollständig die Erfahrungen der einzelnen Länder der Gemeinschaft wiedergebe. Italien sei zweifellos das Land mit den grössten Schwierigkeiten auf diesem Gebiet, betrachte man den hohen öffentlichen Finanzierungsbedarf, die starke Verschuldung und die Zusammenhänge, die zwischen der Situation der öffentlichen Finanzen und den übrigen Bereichen der Wirtschaft sowie der monetären Situation bestünden. Auch wenn der öffentliche Finanzierungsbedarf im wesentlichen vom Markt abgedeckt werde, ergäben sich doch Auswirkungen auf die Wirtschaft und die monetäre Lage. Die in den letzten Jahren unternommenen Anstrengungen hätten lediglich dazu geführt, dass der Finanzierungsbedarf nicht weiter in Relation zum BSP anstieg. Die Notwendigkeit, dieses Problem ein für allemal zu lösen, werde von allen anerkannt, und das Bewusstsein hierfür habe sich in Kreisen der Regierung und in der Bevölkerung verstärkt. Die Massnahmen zur Sanierung der öffentlichen Finanzen würden mit Blick auf die Schaffung Europas gesehen, für die Italien in starkem Masse eintrete; allerdings sei einzuräumen, dass ein gewisser Widerspruch bestehe zwischen dem starken Wunsch nach zunehmender Integration und dem desolaten Zustand der öffentlichen Finanzen Italiens. Im Laufe des Sommers seien verschiedene Massnahmen getroffen worden, um das Haushaltsdefizit einzudämmen; vor allem komme es jedoch darauf an, ein über mehrere Jahre laufendes Massnahmenprogramm zur schrittweisen Rückführung des Defizits und des Finanzierungsbedarfs aufzustellen. Ein solches Vorhaben dürfte dem Parlament vor Ende September vorgelegt werden; es werde eine erste Etappe im Rahmen eines mehrjährigen Planes darstellen, dessen Ziel es sein werde, bis 1992 das Defizit (ohne Zinszahlungen) zu eliminieren. Dieses Ergebnis solle durch ein Anziehen der Steuerschraube und eine Verringerung der öffentlichen Ausgaben erreicht werden.

Der öffentliche Finanzierungsbedarf in einer Grössenordnung von 11,5 % des BSP stelle ein schwieriges Problem dar, auch wenn er nicht über Geldschöpfung oder die Zentralbank gedeckt werde. Diese habe seit Jahren darauf bestanden, dass die Finanzierung am Markt erfolge; damit konnte die Geldmengenexpansion in Italien in Grenzen gehalten werden, allerdings zum Preis hoher Zinssätze, die wiederum die öffentlichen Ausgaben noch weiter belasten. Noch vor einigen Jahren, beispielsweise 1982/83, mussten enorme Widerstände überwunden werden, um alle Beteiligten von der Notwendigkeit zu überzeugen, eine monetäre Finanzierung des Haushaltdefizits zu vermeiden. Jetzt werde dieses Erfordernis nicht zuletzt aufgrund der Beharrlichkeit der Notenbank überall anerkannt und sei zu einem wesentlichen Anliegen von Regierung und Parlament geworden.

Der <u>Vorsitzende</u> erinnert daran, dass die Note über die öffentlichen Finanzen aufgrund einer langjährigen Tradition im Anschluss an ein kurzes schriftliches Verfahren, das den Zentralbanken Gelegenheit gibt, Änderungen am Text vorzuschlagen, dem Währungsausschuss zugeleitet wird, was um so mehr angezeigt ist, als die Note dem Währungsausschuss bei seiner geplanten Untersuchung nützlich sein könnte. Ferner entspricht es der Tradition, den Finanzministern die Note und das Ergebnis von deren Prüfung durch den Ausschuss zur Kenntnis zu geben. Die Zentralbankpräsidenten werden natürlich wie üblich eine Kopie des der Note beigelegten Begleitschreibens an die Minister erhalten, das den Inhalt des soeben beendeten Gedankenaustausches des Ausschusses wiedergeben wird.

V. <u>Gedankenaustausch über die Punkte der Tagesordnungen der internationalen Treffen in Berlin</u>

Der <u>Vorsitzende</u> weist darauf hin, dass dieser Gedankenaustausch traditionsgemäss auf die Tagesordnung der Septembersitzung des Ausschusses gesetzt wird, dass es aber fast genauso der Tradition entspricht, einen solchen Gedankenaustausch nicht vorzunehmen. Die Zentralbankpräsidenten hätten denn auch Gelegenheit, diese Fragen in anderen Gremien anzuschneiden.

Der Vorsitzende stellt fest, dass hierzu keine Wortmeldungen vorliegen.

VI. Weitere Fragen innerhalb der Zuständigkeit des Ausschusses

- Gedankenaustausch über den Beschluss der britischen Behörden, demnächst auf ECU lautende kurzfristige Schatzwechsel zu emittieren

Der <u>Vorsitzende</u> erklärt, die Stellvertreter hätten sich ein kurzes Referat ihres britischen Kollegen zum Beschluss der britischen Regierung, demnächst auf ECU lautende kurzfristige Schatzwechsel zu emittieren, angehört, und Herr Leigh-Pemberton sei bereit, dem Ausschuss hierzu einige Erläuterungen zu geben.

Herr Leigh-Pemberton macht die nachfolgenden Angaben zum Plan der britischen Regierung, ECU-Schatzwechsel auszugeben. Hauptzweck dieses Vorhabens sei es, über ein kurzfristiges Wertpapier zu verfügen, das eine grössere Flexibilität der Schuldenverwaltung ermöglicht, also bei den offiziellen Forderungen und Verbindlichkeiten in Devisen. Ferner werde angestrebt, einen Beitrag zur breiteren Verwendung der ECU an den internationalen Märkten zu leisten und die Stellung des Finanzplatzes London in bezug auf ECU-Geschäfte zu stärken. In der Tat bestehe eine zu überwindende Diskrepanz zwischen dem Markt für Einlagen und dem für Wertpapiere in ECU, woraus sich ein Bedarf nach staatlich garantierten kurzfristigen Titeln ergebe, die ein bedeutendes Handelsvolumen und eine hohe Liquidität am Sekundärmarkt aufweisen. Italien habe auf diesem Gebiet mit seinem Emissionsprogramm für einjährige Schatzwechsel eine Vorreiterrolle gespielt; Grossbritannien habe das kürzeste Segment dieses Marktes im Auge, nämlich die Laufzeiten von 1, 3 und 6 Monaten.

Seit der Bekanntgabe des Emissionsprogramms Anfang August seien die Einzelheiten ausgearbeitet worden. Die erste Versteigerung werde im Oktober stattfinden, auf die eine Zeitlang monatliche Transaktionen folgen werden, wobei es jedesmal um ein Volumen von etwa ECU 500 Mio. mit Laufzeiten von wahrscheinlich 1, 3 und 6 Monaten gehen werde. In einer ersten Phase solle das Emissionsprogramm rund ECU 1 bis 2 Mrd. erreichen. Das am gestrigen Montag an die Stellvertreter informationshalber verteilte Memorandum werde erst in einigen Tagen veröffentlicht; aus ihm gingen die Einzelheiten des Programms hervor, das im März 1989 im Lichte der mit den ersten sechs Versteigerungen gemachten Erfahrungen überprüft werden soll. Die Versteigerungsaktionen seien als kontinuierliche Massnahmen geplant, es sei also nicht nur bezweckt, ECU am Markt aufzunehmen, sondern für ECU-Schatzwechsel einen neuen, liquiden Sekundärmarkt aufzubauen. Es seien Abmachungen mit einer Bankengruppe und mit Wertpapierhäusern getroffen worden, die als Marktmacher auftreten und die Titel bei ihrer Kundschaft unterbringen werden. Das

Memorandum enthalte eine Aufzählung der Institute, die bereit sind, diese Rolle zu übernehmen: die grossen britischen Finanzinstitute, aber auch Banken aus anderen Ländern der Gemeinschaft sowie eine kleine Zahl Banken von ausserhalb der EG, die bereits umfangreiche ECU-Geschäfte tätigen.

Bis jetzt hätten die potentiellen Anleger und Marktmacher auf die Ankündigung des Programms sehr positiv reagiert. Die britischen Behörden seien sich freilich im klaren, dass ihr Programm einen guten Start haben und auch andere Emittenten aktiv werden müssen, wenn man schrittweise einen Markt aufbauen wolle. Sie hofften, dass das Interesse zunehmen werde und weitere Emittenten die Palette der verfügbaren Instrumente erweitern. Es wäre interessant, zu erfahren, ob es derartige Pläne in einigen EG-Ländern gibt.

Der <u>Vorsitzende</u> dankt Herrn Leigh-Pemberton für seine interessante Mitteilung; er stellt fest, dass keine Wortmeldungen vorliegen, und wünscht der Bank of England und dem britischen Schatzamt viel Erfolg bei der Verwirklichung ihres Programms der Emission kurzfristiger ECU-Titel.

- Ausscheiden von Herrn Janson

Der <u>Vorsitzende</u> teilt mit, dass Herr Georges Janson aufgrund seiner bevorstehenden Pensionierung zum letzten Mal an den Arbeiten des Ausschusses teilnimmt. Er hätte aus diesem Anlass viel zu sagen, da er Herrn Janson seit ihrer gemeinsamen Universitätszeit kenne, doch wolle er ihn jetzt nicht mit einer langen Rede belästigen, denn in den vergangenen Tagen habe sich und in den kommenden werde sich noch Gelegenheit ergeben, an Sitzungen teilzunehmen bzw. diesen vorzusitzen, in denen auch Herr Janson ein letztes Mal anwesend war bzw. sein werde.

Im Ausschuss der Zentralbankpräsidenten, in welchem er eine äusserst wichtige Tätigkeit entfaltete, habe Herr Janson wenigstens drei Rekorde aufgestellt: den Rekord der Dauer der Zugehörigkeit zum Ausschuss, da er diesem seit 17 1/2 Jahren angehört, den Rekord des Fleisses, da er in dieser 180 Sitzungen umfassenden Periode kein einziges Mal abwesend war, und schliesslich den Rekord der Führung des Vorsitzes, da er dreimal - 1974, 1978 und 1988 - den Vorsitz im Ausschuss der Stellvertreter innegehabt hat. Angesichts einer derartigen Bilanz könne sich Herr Janson künftig stolz und befriedigt seinen Erinnerungen hingeben. Jedenfalls nähmen die Zentralbankpräsidenten heute von Herrn Janson mit diesen Gefühlen, mit Dankbarkeit und mit den besten Wünschen Abschied.

Herr Janson erinnert sich daran, dass er im Ausschuss der Zentralbankpräsidenten unter dem Vorsitz von Herrn Carli in der Aprilsitzung 1971 debütiert habe, als man gerade dabei war, die Schwankungsmargen von 1,50 auf 1,20 % zu reduzieren. Im darauffolgenden Monat, im Mai 1971, scheiterte dieses Vorhaben infolge des Floatens der D-Mark und des holländischen Guldens. Die Belgier und Niederländer machten sich dann daran, zwischen ihren Währungen eine feste Relation herzustellen, den sogenannten "Wurm", Vorläufer der gemeinschaftlichen Wechselkurssysteme, der sich im weiteren Verlauf der "Schlange" beigesellte und schliesslich aufgelöst wurde. Jetzt, 17-18 Jahre später, seien die Zentralbankpräsidenten aufgefordert, sich selbst mit einer europäischen Zentralbank zu befassen, und es gelte, ihnen mehr Glück als bei einigen anderen Vorhaben der Vergangenheit zu wünschen.

Herr Janson dankt den Zentralbankpräsidenten dafür, dass sie ihm viele Jahre lang zugehört haben; er wisse, dass er häufig sage, was er denke, und dies sei manchmal etwas lästig gewesen, aber wohl die beste Methode, gehört zu werden. Herr Janson dankt auch den Dolmetschern, die sich seiner Eloquenz und schnellen Sprechweise anpassen mussten und denen er die Arbeit auch dadurch erschwert habe, dass er häufig vom Wortlaut seiner Referate abgewichen sei.

Der <u>Vorsitzende</u> erklärt, dass Herr Janson leider nicht der einzige ist, der ausscheidet. Herr Masera verlasse die Banca d'Italia, um am 1. Oktober das Amt des Generaldirektors des Istituto Mobiliare Italiano zu übernehmen. Der Vorsitzende dankt Herrn Masera für seinen mehrjährigen wertvollen Beitrag zur Arbeit des Ausschusses und wünscht ihm im Namen aller Zentralbankpräsidenten Erfolg in seinem neuen Amt.

VII. Zeit und Ort der nächsten Sitzung

Die nächste Sitzung findet am Dienstag, dem 8. November 1988, um 10 Uhr in Basel statt.

Ausschuss der Präsidenten der Zentralbanken der Mitgliedstaaten der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft 13. September 1988

Vertraulich

Übersetzung

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

Juli und August 1988

Der nachstehende Bericht gibt einen Überblick über die Entwicklung auf den Devisenmärkten der Länder der an der Konzertation beteiligten Zentralbanken sowie über deren Interventionen im Juli, August und während der ersten Septembertage 1988.

I. ENTWICKLUNG DER WECHSELKURSE

Die wichtigsten Geschehnisse auf den Devisenmärkten im Juli und August 1988 waren:

- das weitere Anziehen des US-Dollars im Juli und Anfang August gegenüber den meisten Währungen, gefolgt von einem leichten Kursrückgang gegen Ende August gegenüber den europäischen Währungen;
- steigende konzertierte Interventionsverkäufe von Dollars, hauptsächlich gegen D-Mark;
- eine rege Nachfrage nach Sterling und Yen, die bis gegen Ende August gegenüber dem Dollar in einer relativ engen Bandbreite notierten und sich dann gegenüber den meisten Währungen abschwächten;

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

- Erhöhungen der amtlichen Zinssätze in vielen Ländern.

Der <u>US-Dollar</u> zog im Juli und August gegenüber den meisten Währungen weiter an. Während der ganzen Zeit profitierte der Dollar von Anzeichen, dass sich die Wirtschaftstätigkeit in den USA auf hohem Niveau bewegte. Man nahm an, dass dies zu einer schärferen Geldpolitik und damit zu höheren Dollarzinssätzen führen würde. Die Entschlossenheit der Federal Reserve. den Inflationsdruck in Grenzen zu halten, äusserte sich Anfang August in der Entscheidung, den Diskontsatz um 1/2 Prozentpunkt auf 6,5 % anzuheben. Die Marktteilnehmer wurden auch durch die Ansicht ermutigt, dass der internationale Anpassungsprozess fortschreite; sie wurden in dieser Ansicht durch die Publikation der US-Handelsbilanzzahlen für Mai, die besser als erwartet waren, noch bestärkt, und liessen sich durch weniger günstige Ergebnisse für Juni nicht beeindrucken. Während der beiden Monate intervenierten die US-Behörden verschiedentlich, um den Kursanstieg des Dollars zu bremsen, wobei sie zeitweise in Zusammenarbeit mit anderen Zentralbanken aggressiv vorgingen. Ende August schwächte sich der Dollar gegenüber den europäischen Währungen leicht ab. Er schloss den Berichtszeitraum gegenüber dem Yen um 2,3 % höher und gegenüber der D-Mark 3,2 % höher.

Das <u>EWS</u> blieb im Juli stabil. Im August dagegen kam es zu einigen Verschiebungen. Das irische Pfund und die D-Mark stiegen zur obersten Position im Kursband auf; dagegen verloren die dänische Krone, der französische Franc und die italienische Lira etwas an Boden.

Die <u>D-Mark</u> schwächte sich im Juli und in den ersten Augusttagen weiter stark ab. Insbesondere gegenüber dem US-Dollar musste sie trotz zeitweise umfangreicher Interventionen starke Kursverluste hinnehmen. Hervorgerufen wurde die Schwäche von Kapitalabflüssen aus der Bundesrepublik, die zum grössten Teil von höheren Zinsen an den meisten ausländischen Märkten ausgelöst worden sein dürften. Vom zweiten Augustdrittel an konnte die D-Mark ihre Position gegenüber dem US-Dollar und allen anderen Währungen deutlich verbessern. Im EWS rückte sie dadurch an die Spitze des Bewertungsbands. Der Zentralbankrat der Deutschen Bundesbank erhöhte am 25. August den Diskontsatz von 3 auf 3 1/2 % p.a. Damit wurde die in den letzten Wochen im Gefolge des US-\$-Zinsanstiegs an den Geldmärkten eingetretene Erhöhung der DM-Zinssätze konsolidiert.

Die erneute Rücknahme um 1/4 Punkt des Geldmarktinterventionssatzes der Banque de France Anfang Juli blieb ohne Einfluss auf die feste Notierung des <u>französischen Franc</u> während des ganzen Monats Juli und in den ersten

Augusttagen. Die dann eingetretene allgemeine Zinserhöhung in den Vereinigten Staaten und Europa bewirkte insbesondere eine Verminderung des Marktzinsgefälles zwischen Deutschland und Frankreich, was dieses Mal zu Arbitrage-Geschäften zugunsten der D-Mark führte und den französischen Franc etwas unter Druck setzte. Dieser Druck hat in den letzten Augusttagen wieder etwas nachgelassen.

Unter dem Druck der Spannungen, die sich Anfang Juli bildeten, schwächte sich der <u>belgische Franc</u> ab. Die Politik der Banque Nationale de Belgique bestand einerseits in relativ bedeutenden Stützungsinterventionen, andererseits in einer Erhöhung des Diskont- und des Lombardsatzes um je 1/4 Prozentpunkt. Nach einigen ruhigeren Wochen traten die Spannungen im Gefolge der allgemeinen Zinserhöhungen erneut auf; die Banque Nationale setzte daraufhin ihre Devisenverkäufe fort und hob in zwei Schritten von je 1/4 Prozentpunkt den Diskont- und den Lombardsatz auf 7,50 bzw. 7,75 % an.

Der holländische Gulden gab gegenüber der D-Mark nochmals nach, und zwar trotz beträchtlicher Dollarverkäufe der Nederlandsche Bank und einer Ausweitung des Zinsgefälles gegenüber der D-Mark, das sich vorher deutlich verringert hatte. Angesichts der Zinssatzentwicklungen im Ausland erhöhte die Nederlandsche Bank ihren Diskontsatz per 29. Juli und 26. August um je 1/4 Prozentpunkt auf 4,0 % und den Lombardsatz um 1/2 bzw. 1/4 Prozentpunkt auf 4,75 %.

Die <u>dänische Krone</u> glitt von der Spitze in die Mitte des EWS-Bandes zurück. Die Danmarks Nationalbank senkte am 8. Juli ihre Sätze für Kredite und Einlagen um je 1/4 Prozentpunkt auf 7 3/4 bzw. 8 1/2 %. Die Marktsätze blieben praktisch unverändert, aber das Zinsgefälle zugunsten der Krone wurde kleiner.

Abgesehen von gelegentlichen Schwankungen verharrte das <u>irische</u>

<u>Pfund</u> während fast des ganzen Berichtszeitraums am oberen Rand des EWS-Bandes.

Während des ganzen Sommers wurde die <u>italienische Lira</u> durch saisonbedingte Faktoren und kurzfristige Kapitalzuflüsse gestützt, so dass die Banca d'Italia beträchtliche Interventionskäufe tätigte. Die Lage änderte sich in der zweiten Augusthälfte nach der Diskontsatzerhöhung der Federal Reserve, als am Markt Unsicherheiten hinsichtlich der künftigen Entwicklung der Zinssätze in Europa entstanden. Ähnliche Verhältnisse herrschten auch, nachdem die Banca d'Italia am 25. August ihren Diskontsatz um 1/2 Prozentpunkt auf 12,5 % erhöht hatte.

Das <u>Pfund Sterling</u> erlebte im Juli und in der ersten Augusthälfte eine starke Nachfrage, die durch drei Erhöhungen der britischen Leitzinsen um 1/2 % (von 9 1/2 % Anfang Juli auf 11 % am 8. August) und die Erkenntnis gefördert wurde, dass die Zinssätze zur Bekämpfung des Inflationsdrucks hoch bleiben müssten; es verzeichnete gegenüber den europäischen Währungen deutliche Kursgewinne. Angesichts wachsenden Unbehagens über den Kurs der britischen Wirtschaft kehrte sich die Marktstimmung am 22. August gegen das Pfund, und als für Juli Handelsbilanzzahlen veröffentlicht wurden, die ein Rekorddefizit der Leistungsbilanz zeigten, erlitt das Pfund einen jähen Kurssturz. Dieser konnte am 25. August durch Anheben der Leitzinssätze um einen vollen Prozentpunkt (auf 12 %) gebremst werden; das Pfund schloss jedoch den Monat eher gedrückt. Über den ganzen Berichtszeitraum hinweg erhöhte sich der Index des gewogenen Aussenwerts des Pfunds um 0,8 % auf 75.8.

Die griechische Drachme schwächte sich gegenüber dem US-Dollar um 3,8 %, gegenüber der ECU um 0,7 % ab. Ihr gewogener Aussenwert ging um 1,2 % zurück.

Die <u>spanische Peseta</u> zeigte während des grössten Teils des Berrichtszeitraums weiterhin eine feste Tendenz, schwächte sich dann allerdings Ende August leicht ab. Die Banco de España intervenierte nur gelegentlich und im allgemeinen mit viel geringeren Beträgen als zu irgendeiner Zeit zuvor im Jahr. Gegenüber der ECU gewann die Peseta 0,9 % an Wert, während sie gegenüber dem US-Dollar 2 % einbüsste. Die spanische Notenbank erhöhte ihren Dreimonatspensionssatz um 1/4 Prozentpunkt auf 10,5 %; gleichzeitig wurde eine technisch bedingte Korrektur am Tagesgeldsatz vorgenommen, der um 1/8 Prozentpunkt auf 10 3/8 % gesenkt wurde.

Der <u>portugiesische Escudo</u> wertete sich gegenüber dem US-Dollar um 3,6 % ab. Mit Wirkung vom 1. August wurden die Währungsgewichte, auf denen der Index des gewogenen Aussenwerts basiert, aktualisiert. Im gewogenen Mittel fiel der Aussenwert der portugiesischen Währung um 0,25 %, was den offiziellen Zielsetzungen entsprach.

Der <u>Schweizer Franken</u> schwächte sich bis gegen Ende August gegenüber fast allen wichtigen Währungen weiter ab. Ursächlich hierfür war ein deutlicher Anstieg der Zinsen für Anlagen in anderen Währungen. Der handelsgewogene Aussenwert des Schweizer Frankens verringerte sich während dieser Zeit um 2,7 %. Erst in den letzten Augusttagen vermochte sich der Franken von seinem Jahrestief zu lösen. Der Diskont- und der Lombardsatz wurden mit Wirkung vom 26. August um je 1/2 Prozentpunkt auf 3 bzw. 5 % heraufgesetzt.

Der österreichische Schilling schwächte sich in den Monaten Juli und August gegenüber dem US-Dollar um 2,9 % ab; die Monatsamplitude betrug 4,1 bzw. 3,0 %. Gegenüber der D-Mark schwankte der Schilling in beiden Monaten um 0,24 %. Mit Wirkung vom 4. Juli, 20. Juli und 3. August wurde der Geldmarktsatz für kurzfristige Offenmarktgeschäfte jeweils um 1/4 Prozentpunkt auf 4 5/8 % erhöht. Daneben wurde den Banken mit Refinanzierungsmöglichkeit eine zusätzliche Liquiditätshilfe durch Ausschreibung von Sonder-Offenmarktgeschäften vom 22. bis 29. Juli zu einem Zinssatz von 6 1/2 % gegeben, nachdem durch zinsbedingte starke Abflüsse vorübergehend eine unerwünschte Liquiditätsenge entstanden war. In Analogie zu den Massnahmen anderer Notenbanken wurde der Diskontsatz mit Wirkung vom 26. August 1988 um 1/2 Prozentpunkt auf 4 % erhöht. Der Lombardsatz blieb mit 5 % unverändert.

Die <u>norwegische Krone</u> schwächte sich im Berichtszeitraum weiter ab, wobei der Währungsindex von 110,7 auf 112,6 stieg. Trotz einiger Anzeichen für ein Nachlassen des binnenwirtschaftlichen Drucks kam es aufgrund von Unsicherheiten am Markt über den zukünftigen finanzpolitischen Kurs und unter dem Einfluss der Abflachung des Zinsgefälles zu einigen Devisenabflüssen. Im Durchschnitt blieb jedoch eine Zinsdifferenz gegenüber den Korbwährungen von nicht weniger als 5 Prozentpunkten bestehen.

Die schwedische Krone schwächte sich ab Mitte Juli etwas ab. Dies beruhte teilweise auf einer Verringerung der Zinsdifferenz zu ausländischen Währungen und dem Auftreten von Leads-and-lags-Effekten nach dem starken Devisenzufluss vom Mai. Die Sveriges Riksbank intervenierte mit Devisenabgaben, liess es aber zu, dass der Währungsindex um 1 Prozentpunkt auf 131,7 stieg. Von der zweiten Augusthälfte an war der Markt im Gleichgewicht.

Der gewogene Aussenwert der <u>Finnmark</u> blieb recht stabil, gestützt freilich durch verhältnismässig hohe Devisenverkäufe der Zentralbank. Die inländischen Marktzinsen stiegen um über 100 Basispunkte.

Der japanische Yen verzeichnete im Juli und August gegenüber dem US-Dollar einen Kursrückgang in Höhe von 2,1 %. Trotz der insgesamt stark positiven Einschätzung des US-Dollars durch die Auslandsmärkte verblieb der Yen innerhalb einer relativ engen Schwankungsmarge von 132 bis 135 Yen, da der Dollar am Terminmarkt einem beständigen Verkaufsdruck seitens japanischer Exporteure und institutioneller Anleger ausgesetzt war. Als dann gegen Ende August Gerüchte aufkamen, Japan beabsichtige eine neue Steuer auf Kapitalgewinne aus Aktienanlagen zu erheben, kam es zu einem abrupten Rückgang des

Yen-Kurses, wobei die japanische Währung mit Yen 136,85 für 1 Dollar am 31. August am New Yorker Markt den tiefsten Stand seit neun Monaten erreichte. Gegenüber den europäischen Währungen wertete sich der Yen um 0,9 % auf. Gegenüber der D-Mark notierte der Yen am 18. August mit einem neuen Höchstkurs von Yen 69,96.

Nachdem der <u>kanadische Dollar</u> gegen Ende Juli gegenüber dem USDollar mit 0,8373 den höchsten Kursstand seit 6 1/2 Jahren erreicht hatte,
schwächte er sich in der Folge kontinuierlich ab und notierte am 31. August
mit 0,8075 auf seinem niedrigsten Niveau seit Mai. Gegenüber Juni bedeutete
dies einen Kursrückgang von 2,1 %. Auftrieb erhielt die Währung im Juli
durch die günstige Entwicklung der kanadischen Wirtschaft, steigende Rohstoffpreise und das die Währung begünstigende Gefälle der kurzfristigen
Zinsen gegenüber den Vereinigten Staaten, das seinerseits Auslandsanlagen
in auf den kanadischen Dollar lautende Wertpapiere ermutigte. Im August
machten hingegen dem kanadischen Dollar – vor dem Hintergrund der festen
Tendenz des US-Dollars gegenüber den wichtigsten nichtamerikanischen Währungen – die politischen Ungewissheiten im Zusammenhang mit der Ratifizierung
des zwischen den USA und Kanada geschlossenen Freihandelsabkommens durch
das kanadische Parlament und dem zu erwartenden Ergebnis der möglicherweise
im Herbst abgehaltenen Parlamentswahlen zu schaffen.

II. INTERVENTIONEN

A. Interventionen in US-Dollar

Im Juli und August beliefen sich die Nettoverkäufe von US-Dollars auf US-\$ 21,5 Mrd., verglichen mit Nettoverkäufen in Höhe von US-\$ 0,2 Mrd. im Juni. Die Nettoabgaben setzten sich aus Bruttokäufen von US-Dollars im Betrag von US-\$ 1,8 Mrd. und Bruttoverkäufen in Höhe von US-\$ 23,3 Mrd. zusammen. Käufe beträchtlichen Umfangs tätigten die Banco de Portugal und - im Juli - die Bank of Canada. Hohe Dollarabgaben tätigten eine Reihe von Zentralbanken, wobei die Deutsche Bundesbank, die Federal Reserve Bank of New York und - im August - die Bank of Canada die bedeutendsten Verkäufe vornahmen. Einige Zentralbanken beteiligten sich gelegentlich auch an konzertierten Interventionen durch Verkäufe von US-Dollars gegen D-Mark.

B. Interventionen in Gemeinschaftswährungen und in privater ECU

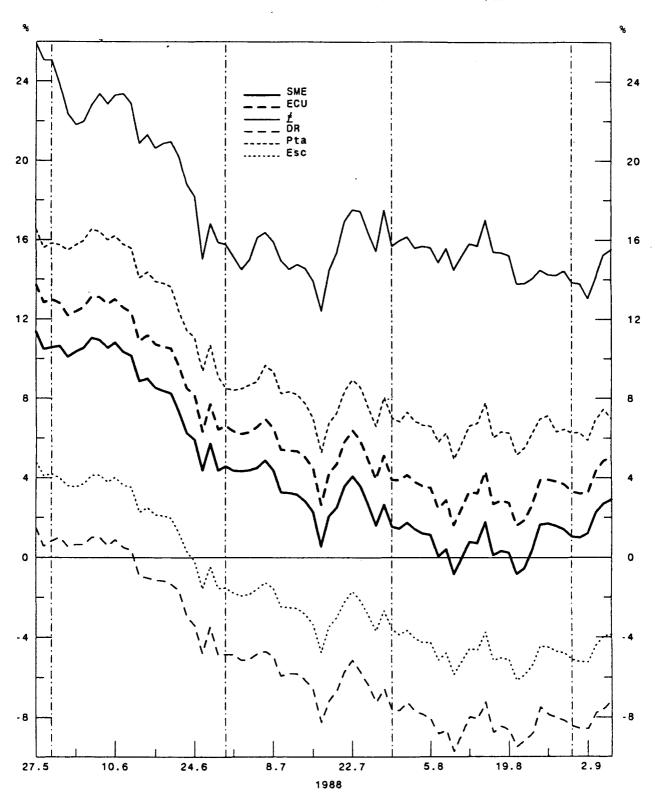
Die von EG-Zentralbanken in EWS-Währungen und in ECU durchgeführten Interventionen beliefen sich umgerechnet auf US-\$ 5,7 Mrd., verglichen mit US-\$ 2,6 Mrd. im Juni. Die Interventionen bestanden hauptsächlich aus Käufen von D-Mark, wobei die Banca d'Italia und die Banco de España als Hauptkäufer auftraten.

III. ENTWICKLUNG IM LAUFENDEN MONAT (BIS 9. SEPTEMBER)

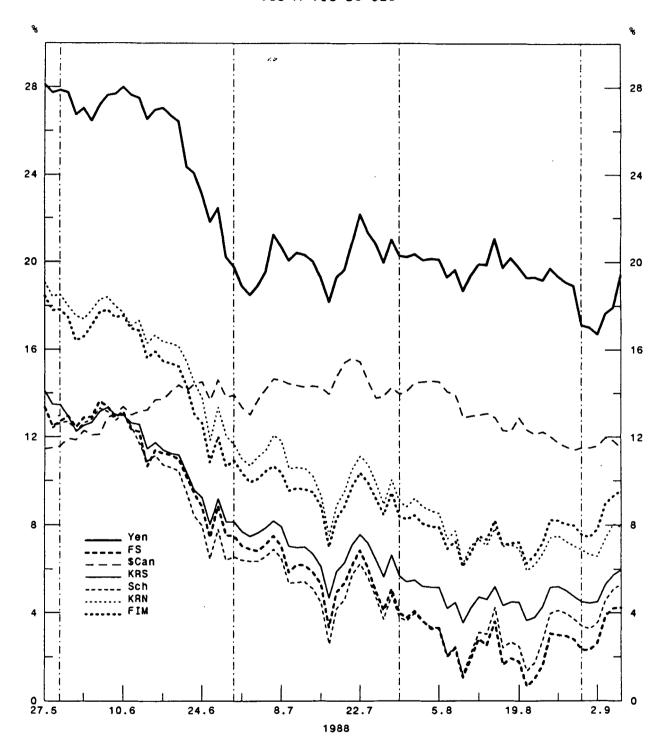
Nach der Veröffentlichung verschiedener Statistiken, die auf ein schwächeres Wirtschaftswachstum hindeuteten, verlor der Dollar bis zum 9. September etwas an Boden.

Im EWS waren der französische Franc und die italienische Lira einem gewissen Druck ausgesetzt, der aber bis zum Wochenende etwas nachliess.

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

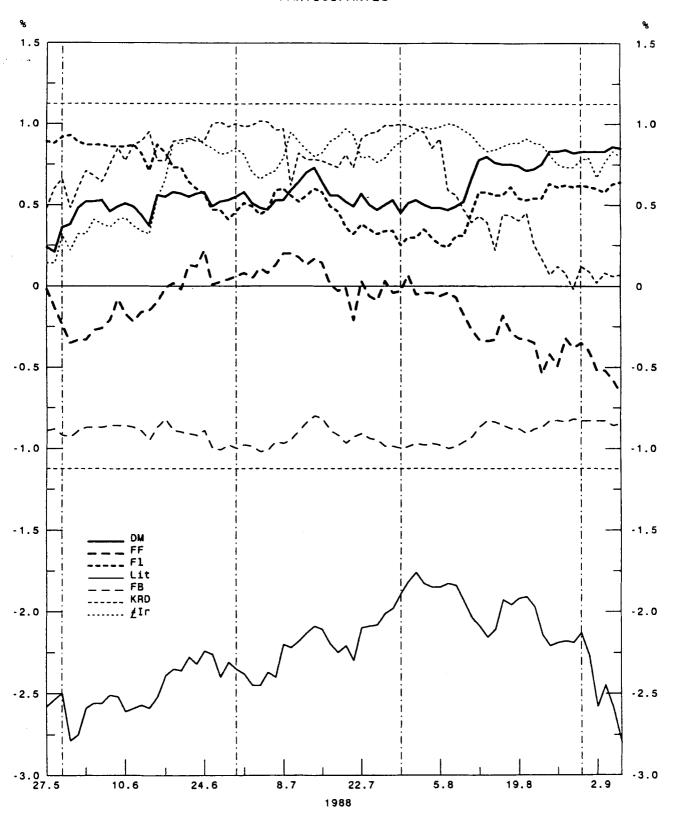


EVOLUTION DES MONNAIES DES BANQUES CENTRALES HORS CEE PARTICIPANT A LA CONCERTATION, SUR LA BASE DES COURS RELEVES LE 31 DECEMBRE 1986 VIS-A-VIS DU \$EU*

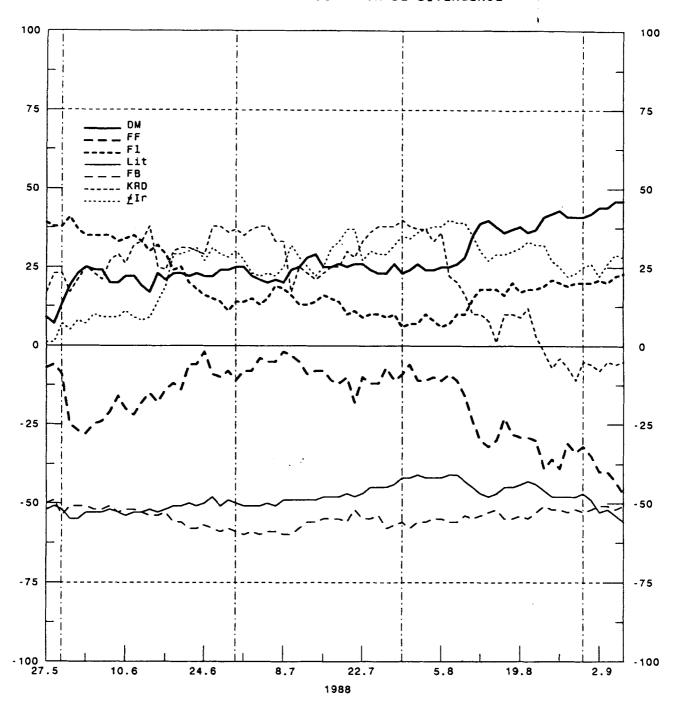


• ECU 0,93425; £ 0,6773; DR 138,7601; PTA 131,8700; ESC 146,0995; FIM 4,7925; \$Can 1,3805; FS 1,6215; Yen 159,7993; KRS 6,7750; KRN 7,3975; Sch 13,6520; cours médian des monnaies participant au SME 0,92913. Le cours médian des monnaies participant au SME représente la moyenne journalière des cours des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

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

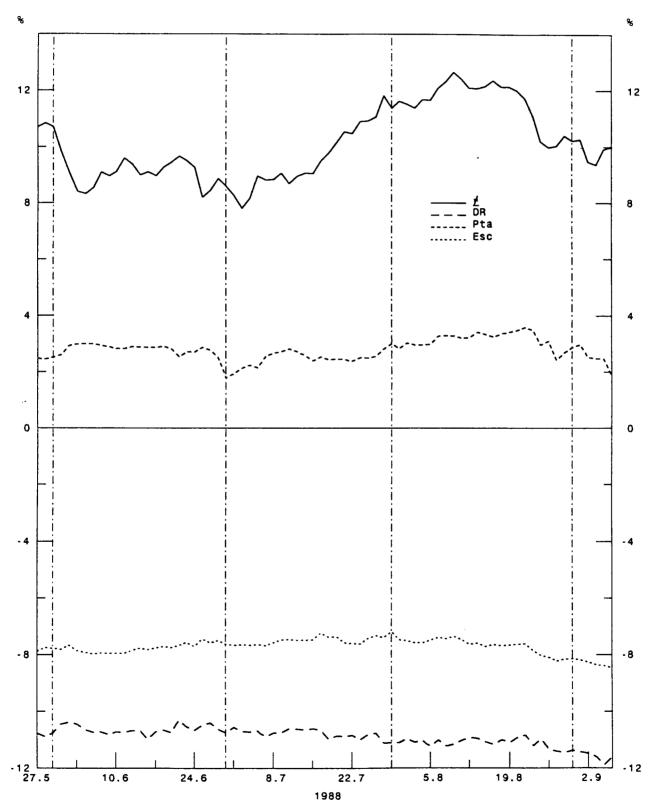


EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE*



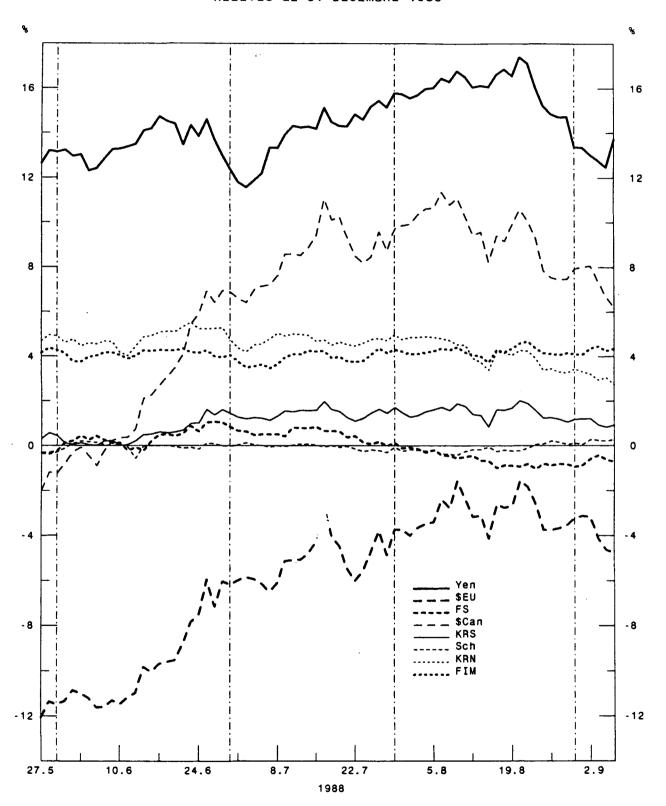
* L'indicateur de divergence a pour but de mesurer, sur une base comparable pour toutes les monnaies participant au mécanisme de change européen, la position d'une monnaie vis-à-vis de son cours-pivot ECU. L'écart maximal de divergence est le pourcentage maximal par lequel le cours de marché de l'ECU 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 audelà de la marge de 2,25% vis-à-vis des autres monnaies participant au SME.

EVOLUTION DE LA LIVRE STERLING, DE LA DRACHME, DE LA PESETA, ET DE L'ESCUDO PAR PAPPORT A L'ECU SUR LA BASE DES COURS DU MARCHE RELEVES LE 31 DECEMBRE 1986*



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

EVOLUTION DES MONNAIES DES BANQUES HORS CEE PARTICIPANT A LA CONCERTATION PAR RAPPORT A L'ECU SUR LA BASE DES COURS DU MARCHE RELEVES LE 31 DECEMBRE 1986*



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