

PROTOKOLL^{*}

DER 232. SITZUNG DES AUSSCHUSSES DER PRÄSIDENTEN
DER ZENTRALBANKEN DER MITGLIEDSTAATEN
DER EUROPÄISCHEN WIRTSCHAFTSGEMEINSCHAFT
BASEL, DIENSTAG, 14. Februar 1989, 9.30 UHR

Anwesend sind: der Gouverneur der Bank von Griechenland und Ausschussvorsitzende, Herr Chalikias, begleitet von den Herren Papademos, Karamouzis und Brissimis; der Gouverneur der Banque Nationale de Belgique, Herr Godeaux, begleitet von den Herren 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 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 Santini; der Präsident der Nederlandsche Bank, Herr Duisenberg, begleitet von Herrn Szász; der Gouverneur der Banco de Portugal, Herr Tavares Moreira, begleitet von den Herren Pego Marques und Amorim; der Gouverneur der Bank of England, Herr Leigh-Pemberton, begleitet von den Herren Loehnis und Arrowsmith; der Präsident der Kommission der Europäischen Gemeinschaften, Herr Delors, begleitet von den Herren Mingasson und Dixon; der Generaldirektor des Luxemburgischen Währungsinstituts, Herr Jaans; der Sekretär des Währungsausschusses, Herr Kees. Zugegen sind ferner die Herren Raymond und Dalgaard, Vorsitzende der Expertengruppen. Ebenfalls anwesend sind der Generalsekretär des Ausschusses, Herr Morelli, und sein Beigeordneter, Herr Bascoul, sowie die Herren Scheller und Giles und die Herren Bockelmann und Dagassan.

* Endgültige, in der Sitzung vom 14. März 1989 gebilligte Fassung, die gegenüber dem Entwurf nur einige Änderungen redaktioneller Art aufweist.

I. Billigung der Protokolle der 230. und der 231. Sitzung

Dem Sekretariat sind keine Änderungsvorschläge zu den beiden Protokollen zugegangen. Da auch in der Sitzung keine Bemerkung dazu gemacht wird, billigt der Ausschuss die Protokolle der 230. und 231. Sitzung im Wortlaut der Entwürfe.

II. Überwachung der wirtschafts- und währungspolitischen Entwicklung 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

Seit der vorhergehenden Sitzung des Ausschusses ist der Dollar hektisch geblieben, tendiert jedoch fest nach oben. Er hat gegenüber der D-Mark seit Anfang Dezember 10 % zugelegt und sein Niveau vom Sommer 1988 wieder erreicht. Gegenüber dem Yen notiert der Dollar immer noch 10 % tiefer als Anfang 1987. Die Festigung der amerikanischen Währung ist auf mehrere Faktoren zurückzuführen: hohe und noch steigende Zinssätze in den USA; bestimmte Erwartungen hinsichtlich der Politik der neuen Administration; den Eindruck auf den Märkten, dass sich die Haltung der Zentralbanken nicht geändert hat, was durch die Tagung der Siebenergruppe von 3./4. Februar und das Vorgehen der Währungsbehörden bestätigt wurde. In jüngster Zeit waren die Interventionen der Zentralbanken weniger überzeugend, und die regelmäßigen Verkäufe bescheidener Dollarbeträge haben sich als unwirksam erwiesen. In den letzten Wochen intervenierte die Deutsche Bundesbank nur, wenn die "Federal" die Initiative ergriff. Aber wenn auch die Interventionen nur eine begrenzte Wirkung entfalteten, so sind doch die eingesetzten Beträge insgesamt nicht unbedeutend. So betrug der Dollarverkauf im Januar und in den ersten zehn Februartagen US-\$ 5,5 Mrd., und die DM-Käufe erreichten den Gegenwert von US-\$ 11 Mrd. Über das ganze Jahr 1988 hinweg führten die Interventionen der Bundesbank zu einem Rückgang ihrer Reserven um DM 35 Mrd.

Dem Anstieg der Zinssätze in den Vereinigten Staaten folgten Erhöhungen in Deutschland und in anderen europäischen Ländern. Für diese Erhöhungen waren jedoch auch binnenwirtschaftliche Erwägungen ausschlaggebend. Diese überwogen in Deutschland, wo die Inflation nunmehr eine Jahresrate

von 2,6 % erreicht, was für dieses Land viel ist, selbst wenn dabei auch die Erhöhung der indirekten Steuern eine Rolle spielte. Überdies liegt das Wachstum von M3 immer noch über der Zielvorgabe.

Der Wertzuwachs des Dollars bringt insbesondere einen Stillstand des Anpassungsprozesses mit sich. Der Handelsbilanzüberschuss der Bundesrepublik Deutschland nimmt erneut zu, namentlich gegenüber den europäischen Partnern, aber auch gegenüber den USA. Ein abermaliges Anziehen des Dollars ist nicht auszuschliessen. Sollte nämlich das Wachstum in den USA anhalten oder die Teuerung sich verstärken, so würden Zinserhöhungen wahrscheinlich; dies würde den Dollar noch mehr stärken und somit die jetzigen Probleme verschärfen. Hingegen würde eine Verlangsamung des amerikanischen Wachstums vermutlich zu rückläufigen Zinssätzen und damit zu einem schwächeren Dollar führen. Eine derartige Entwicklung wäre bis zu einem gewissen Grad nützlich, ist sie aber allzu ausgeprägt, würde sie andere Probleme schaffen. In nächster Zukunft scheint es jedoch wahrscheinlicher, dass die amerikanischen Zinssätze weiter nach oben tendieren.

Im EWS traten keine Spannungen auf, und es gab keinerlei Gerüchte über eine Leitkursanpassung. Doch sind einige Entwicklungen eingetreten. Die D-Mark ist am oberen Rand des Bandes geblieben, zeigte jedoch einige Anzeichen von Schwäche: die Zinsdifferenzen gegenüber den anderen Währungen des Wechselkursmechanismus sind kleiner geworden, und sie wurde mit bedeutenden Interventionen gestützt. Die Fundamentalfaktoren der deutschen Wirtschaft sind immer noch gut, aber es kam zu beträchtlichen Kapitalabflüssen, im wesentlichen wegen des Zinsgefälles, vielleicht auch wegen der Quellensteuer. Der Gulden hat sich wie gewohnt eng an die Entwicklung der D-Mark angeschlossen; er schwächte sich leicht ab, weil die Interventionskäufe von D-Mark nicht durch Auslandskäufe von Gulden kompensiert wurden. Die Nederlandsche Bank stabilisierte den Kurs ihrer Währung gegenüber der D-Mark durch mässige Interventionen und vor allem durch eine Anpassung der Zinssätze. Die dänische Krone verlor recht spürbar an Boden und rutschte auf den unteren Rand des EWS-Kursbandes. Ursächlich für diese Entwicklung ist der Entschluss der Behörden, die Zinserhöhungen in den anderen Ländern nicht mitzumachen, da die Lage in Dänemark anders sei: kein Wachstum und zunehmende Arbeitslosigkeit. Die Verengung des Zinsgefälles hat die dänische Krone etwas geschwächt, aber sie konnte sich ohne Interventionen stabilisieren. Der französische Franc festigte sich im EWS trotz einer Verminderung der Zinsdifferenzen. In Belgien konnte die Zentralbank einige Devisenkäufe vornehmen. Bei beiden

Währungen - französischer und belgischer Franc - hat das Zinsgefälle gegenüber dem Ausland wieder den Stand von Dezember 1988 erreicht; damals mussten beide Länder intervenieren und ihre Zinssätze anheben. Die Entwicklung des irischen Pfundes verlief ruhig. Die italienische Lira ist jene Währung, die sich innerhalb des EWS am stärksten gefestigt hat, und dies trotz beträchtlicher Devisenkäufe und einer Verminderung des Zinsgefälles. Der feste Kurs der Lira hängt nicht mit der wirtschaftlichen und politischen Entwicklung zusammen, die nicht sehr günstig ist, da kein Anzeichen für eine energische Haushaltspolitik erkennbar ist; vielmehr ist er auf die hohen Zinssätze zurückzuführen, zu denen mit der Liberalisierung des Kapitalverkehrs noch ein leichterer Zugang zur Kreditaufnahme im Ausland hinzukam.

Hinsichtlich der übrigen EG-Länder ist die anhaltende Stärke des Pfund Sterling festzustellen. Die britische Wirtschaft ist nach wie vor von einer kräftigen Expansion und einer zunehmenden Teuerung geprägt, deren Jahresrate zur Zeit 7 % beträgt (bereinigt um den Effekt der Hypothekarzinsen: 5 %). Die Behörden wollen die Zinssätze nicht weiter anheben, solange noch keine Wirkung der letzten Erhöhungen spürbar ist. Die Peseta hat sich erneut gefestigt. Die spanische Wirtschaft weist die höchste Wachstumsrate in der Gemeinschaft auf, aber infolgedessen hat sich der Preisanstieg beschleunigt (+ 5,8 % im Jahr 1988) und die Leistungsbilanz verschlechtert. Da die Haushaltspolitik nicht verschärft werden kann, wurden die Zinssätze erhöht, was zu starken Kapitalzuflüssen und einem Kursanstieg der Peseta geführt hat. In der Geldpolitik wurden am 1. Februar durch eine Erhöhung der Pflichtreserven, kombiniert mit der Einführung von Sonderreserven auf die neuen Auslandskredite, die Zügel angezogen. Nach einiger Verwirrung auf den Märkten hat sich die Peseta auf dem hohen Niveau von Ende Januar eingependelt. In Portugal wurde die Politik der regelmässigen, begrenzten Abwertung des Escudo fortgesetzt. Eine ähnliche Politik wird in Griechenland verfolgt, wo der gewogene Wechselkurs der Drachme langsam sinkt. Für diese beiden Länder bedeutete die Politik der Regulierung des effektiven Wechselkurses kürzlich eine Aufwertung gegenüber der D-Mark, was nicht ganz problemlos ist.

Die Experten schlossen ihren Überblick mit folgenden Bemerkungen. Alle Devisenmärkte sind heute offenbar vom Kapitalverkehr dominiert; verglichen damit sind die Leistungsbilanzen weniger wichtig, selbst für die Länder, die bedeutende Überschüsse oder Defizite verzeichnen. Die Kapitalströme werden im wesentlichen durch Zinsdifferenzen ausgelöst, wenn auch andere Faktoren mitspielen, z.B. in Grossbritannien bedeutende Transaktionen

im Rahmen von öffentlichen Übernahmeangeboten. Seit einiger Zeit fließen die Kapitalströme hauptsächlich in die Länder, deren Zinssätze am höchsten sind. Die Märkte vernachlässigen die Kursrisiken nicht gänzlich, aber sie rechnen damit, dass der Kapitalverkehr die Währungen mit hohen Zinssätzen stabil erhält oder sie gar festigt. Diese Haltung war hinsichtlich der Währungen des Wechselkursmechanismus offenkundig: Erwartet man keine Leitkursanpassung, so sind die Zinsdifferenzen, gemessen am Kursrisiko, attraktiv, selbst wenn dieses theoretisch nicht zu vernachlässigen ist (z.B. 5 Prozentpunkte zwischen der D-Mark und der Lira). Ausserhalb des Wechselkursmechanismus trifft man trotz des Fehlens eines Sicherheitsnetzes die gleiche Erscheinung an; sie steht insbesondere hinter den Kapitalzuflüssen zum Dollar, dem Pfund Sterling und der Peseta. In mehreren Fällen haben die Märkte recht behalten. Beispielsweise waren in den letzten beiden Jahren Dollaranlagen und noch mehr Pesetaanlagen im Durchschnitt rentabler als DM-Anlagen; in den beiden erstgenannten Währungen waren die Zinssätze höher, und der Wechselkurs ist stabil geblieben oder stark gestiegen. Je mehr das Vertrauen der Märkte in die Wechselkurse wuchs, desto eher genügten schon ganz kleine Veränderungen der Zinssätze, um die Kapitalströme zu beeinflussen und die Märkte zu stabilisieren.

B. Referat von Herrn Papademos

Die Stellvertreter befassten sich im wesentlichen mit drei Themen: dem jüngsten Kursanstieg des Dollars, der Entwicklung der Zinssätze und des EWS und der Wirksamkeit der Interventionen.

1. Der jüngste Kursanstieg des Dollars

Die Stellvertreter haben sich der Schlussfolgerung der "Überwachungsgruppe" angeschlossen, gemäss welcher der jüngste Kursanstieg des Dollars offenbar eine Antwort auf die restriktivere Ausrichtung der amerikanischen Geldpolitik zwecks Bekämpfung der Teuerung ist. Die Entwicklung der amerikanischen Grosshandelspreise und die Beschäftigungszahlen haben den Eindruck der Märkte verstärkt, dass die Geldpolitik straffer würde. Die Frage bleibt offen, ob das Anziehen des Dollars eine vorübergehende Erscheinung ist. Es besteht jedoch Ähnlichkeit zwischen der jetzigen Lage und jener im Juni 1988, als der Dollar ebenfalls stieg. Es wurde auch hervorgehoben, dass die Devisenmärkte durch das Ergebnis der Sitzung der Siebenergruppe, die offenbar keinerlei spezifische Orientierung zu den Wechselkursen gibt, beeinflusst

werden können. Die amerikanischen Haushaltspläne werden als enttäuschend beurteilt; sie bedeuten, dass die Geldpolitik die Bürde der Inflationsbekämpfung tragen müssen.

2. Die Entwicklung der Zinssätze und des EWS

Dem Anstieg der Zinssätze in den Vereinigten Staaten folgten Erhöhungen in den meisten EG-Ländern, wo jedoch auch binnenwirtschaftliche Erwägungen eine Rolle spielten. In Deutschland zielt die restriktive Geldpolitik darauf ab, den Inflationsdruck in Grenzen zu halten. Die jährliche Teuerungsrate tendiert nach oben, während die Wirtschaft an Kapazitätsgrenzen stösst. Die Erhöhung der Zinssätze wird mit einem über den Zielvorgaben liegenden Geldmengenwachstum gerechtfertigt, stimmt aber auch mit den aussenwirtschaftlichen Entwicklungen überein. In Grossbritannien, Italien und Spanien ruft die zunehmende Beunruhigung über die wachsende Wirtschaftsexpansion nach einer Verschärfung der Geldpolitik, was wiederum eine Aufwertung der betroffenen Währungen bewirkt. In anderen Ländern des Wechselkursmechanismus, wie Belgien und den Niederlanden, deren Geldpolitik auf jene Deutschlands ausgerichtet ist, sind die Zinssätze ebenfalls angehoben worden. Besorgt über die schlechten Wirtschaftsergebnisse und die wachsende Arbeitslosigkeit, haben die dänischen Behörden die Zinssätze nicht erhöht. Einige Stellvertreter haben ihre Besorgnis hinsichtlich eines Zinserhöhungswettbewerbs geäußert, falls die US-Zinssätze erneut steigen.

Die Märkte reagieren sehr empfindlich auf Zinsdifferenzen, namentlich wenn das Wechselkursrisiko als begrenzt eingeschätzt wird. Der Kapitalverkehr war bedeutend, und die Behörden sind sich der Auswirkungen von Zinsänderungen in den Nachbarländern auf den Kapitalverkehr bewusst.

Die langfristigen Zinssätze haben die steigende Tendenz der kurzfristigen Sätze nicht eigentlich mitgemacht. Im Falle Frankreichs kann das so ausgelegt werden, dass sich darin die Glaubwürdigkeit der von der Banque de France betriebenen Politik widerspiegelt. Jedoch darf die Tatsache, dass die langfristigen Zinssätze relativ schwach reagiert haben, im allgemeinen nicht so interpretiert werden, dass die Märkte die derzeitige Lage für bloss vorübergehend halten. Wegen des immer stärker entwickelten Charakters der Märkte sind Übertragungen zwischen den extremen Enden des Marktes leichter. Es wurde auch unterstrichen, dass auf Zeiten flacher oder umgekehrter Ertragskurven, die sich aus einer Verschärfung der Geldpolitik ergeben, eine

Konjunkturabschwächung folgt, ohne dass man genau bestimmen kann, zu welchem Zeitpunkt diese Gefahr eintritt.

Alles in allem erlebte das EWS keine Spannungen, insbesondere dank einer guten Steuerung des Zinsgefälles. Eine Ausnahme ist das Verhalten der dänischen Krone, aber der dänische Stellvertreter schloss die Eventualität einer Leitkursanpassung absolut aus. In der Tat entwickeln sich die Inflation und die Leistungsbilanz in die richtige Richtung, und die Behörden wollen ihr Engagement für stabile Wechselkurse insbesondere zu einem Zeitpunkt deutlich machen, in dem die Sozialpartner über die Lohnerhöhungen für die beiden kommenden Jahre verhandeln.

Da sich die Handelsbilanzungleichgewichte innerhalb der Gemeinschaft nicht vermindert haben, könnte die Stabilität des EWS in der Zukunft bedroht sein. Der derzeitige Kurs der D-Mark gegenüber anderen EWS-Währungen könnte diese Ungleichgewichte noch verstärken. Einige Stellvertreter schlugen vor, dass eine Leitkursanpassung, die zu einem für die Märkte unerwarteten Zeitpunkt vorgenommen wird, gewisse Ungleichgewichte korrigieren könnte. Andere betonten jedoch, dass eine Leitkursanpassung kontraproduktiv wäre; überdies könnte eine unerwartete Leitkursanpassung nur das erste Mal gelingen.

Der spanische Stellvertreter erläuterte im einzelnen die Gründe, die die Behörden seines Landes veranlassten, ausserordentliche Massnahmen zur Bremsung der Kredit- und Liquiditätsexpansion zu ergreifen. Die Stellvertreter haben sich gefragt, ob einige dieser Massnahmen völlig mit der Richtlinie über die Liberalisierung des Kapitalverkehrs vereinbar sind.

3. Die Wirksamkeit der Interventionen

Einige Stellvertreter sind der Ansicht, dass Interventionen nicht wirksam sein können, wenn nicht daneben zweckmässige geldpolitische Massnahmen ergriffen werden. Können die Interventionen der Zentralbanken von den Märkten vorweggenommen werden, verlieren sie an Wirksamkeit; die angewandten Techniken sind daher von wesentlicher Bedeutung. Die Interventionen sind wirksamer, solange die Märkte hinsichtlich der Entwicklungsperspektiven der Wechselkurse unsicher sind oder wenn der Druck auf einen bestimmten Kurs an Kraft verliert. Andere Stellvertreter haben vermerkt, dass die Interventionen wirksam sein können, wenn die Kursveränderungen vorübergehender Art sind. Sind diese Veränderungen aber eher Spiegelbild veränderter Fundamentalfaktoren, sollte das Instrument der Zinssätze eingesetzt werden. Die Wirksamkeit der Interventionen kann verstärkt werden, wenn sie sorgfältig organisiert, konzertiert,

sichtbar und umfangreich sind. Ein Stellvertreter fragte sich, ob das geringere Volumen der Interventionen während des jetzigen Kursanstiegs des Dollars die von der Siebenergruppe gefassten Beschlüsse widerspiegelte. Einige Stellvertreter bedauerten, dass die Bank von Japan sich nicht an den jüngsten Interventionen beteiligte; ihrer Ansicht nach wäre dies auch als rein symbolisches Vorgehen nützlich gewesen.

C. Diskussion des Ausschusses

Herr Rubio legt die Gründe für die jüngst ergriffenen geldpolitischen Massnahmen dar. Seit Sommer 1988 sei in der spanischen Geldpolitik ein Richtungswechsel vorgenommen worden, und zwar wegen der inländischen Entwicklungen, die von einem sehr starken Wirtschaftswachstum (+ 5 %) geprägt waren, das an der Preisfront Probleme geschaffen habe; die Preise seien 1988 um 5,8 % gestiegen, was deutlich über der ursprünglichen Zielvorgabe (+ 3 %) liege. Die Banco de España habe ihren Leitzinssatz im Sommer um 2 Punkte angehoben, aber es habe sich bald gezeigt, das dies nicht genüge. In der Tat habe sich das Geldmengenwachstum in den letzten Monaten von 1988 beschleunigt, und das für die Zunahme des Aggregats ALP für dieses Jahr festgelegte Ziel (8-11 %) sei überschritten worden (die Zielvorgabe für 1989 sei 6,5-9,5 %).

Die Banco de España musste 1988 mit beträchtlichen Kapitalzuflüssen fertigwerden; die Peseta habe sich gegenüber der D-Mark um etwa 7 % aufgewertet, und es seien bedeutende Interventionen vorgenommen worden, so dass die Reserven um rund US-\$ 10 Mrd. zunahmen. Zu der Zinserhöhung um 1 Punkt von Anfang Februar 1989 habe man flankierende Massnahmen ergreifen müssen, denn die Kapitalzuflüsse seien übermässig stark und der Kursanstieg der Peseta untragbar geworden angesichts der Entwicklung der Leistungsbilanz, die nach einem Überschuss im Jahr 1987 ein Defizit von fast US-\$ 4 Mrd. im Jahr 1988 verzeichnete. Diese Massnahmen schlossen namentlich die Einführung von Pflichteinlagen für Kreditaufnahme im Ausland ein; nach Ansicht der Kommission seien sie nicht unvereinbar mit den für Spanien geltenden Verpflichtungen zur Liberalisierung des Kapitalverkehrs. Es sei noch ungewiss, ob die ergriffenen Massnahmen die Inlandnachfrage wirklich in Grenzen halten werden. Andererseits sehe der Haushaltplan für 1989 keine nennenswerte Verminderung des Defizits vor; der zu finanzierende Saldo werde auf 2,9 % des BIP geschätzt, was nahe an der Zahl von 1988 liege. Im übrigen sollte das Defizit zwar relativ bescheiden sein, jedoch würden die öffentlichen

Ausgaben stark zunehmen (+ 13 %), was bedeute, dass der Haushalt sich alles in allem eher expansiv auswirken werde. Eine strikte Politik sei auch gegenüber den laufenden Lohnverhandlungen wichtig; die Unternehmen befinden sich nämlich in der Regeln in glänzenden Gewinnlagen, was eine Versuchung zur Laxheit darstellen könnte. Wenn schliesslich die Geldmengenexpansion weiter so stark sein sollte und die Überhitzung noch zunähme, würden weitere Massnahmen, vielleicht fiskalischer Art, ergriffen.

Herr Godeaux erklärt, er habe keine besonderen Bemerkungen zu den Referaten der Herren Dalgaard und Papademos, er möchte jedoch kurz die Tragweite der verfassungsrechtlichen und gesetzlichen Massnahmen darlegen, die kürzlich in Belgien verabschiedet wurden, und die Auswirkungen, die sie in monetärer Hinsicht haben können. Die letzten Wahlen hätten zu einem Schub in Richtung Föderalismus geführt, und die Regierung, die nach der längsten politischen Krise der zeitgenössischen Geschichte Belgiens gebildet worden sei, habe die Verwirklichung dieses grossen Schrittes zum Föderalismus hin in Angriff genommen. Schon 1980 seien neue öffentlich-rechtliche Körperschaften geschaffen worden, es handle sich um die niederländische, die französische und die deutsche Gemeinschaft und die drei Regionen Flandern, Wallonien und Brüssel. Diese Körperschaften seien mit bedeutenden Verantwortlichkeiten und Kompetenzen ausgestattet worden, die in einem Gesetz vom 8. August 1988 festgehalten seien. Das Programm der Regierung gliedere sich in drei Phasen: Die erste bestehe im wesentlichen darin, den Gemeinschaften die Bildungspolitik und den Regionen eine gewisse wirtschaftliche Kompetenz zu übertragen. Die zweite Phase, die soeben in einem Gesetz verankert worden sei, lege die Finanzierungsmodalitäten dieser neuen öffentlich-rechtlichen Körperschaften fest; diese würden etwa 32 % der Gesamtsumme des früheren nationalen Haushalts erhalten; dieser Anteil sei in Ländern mit föderalistischer Struktur nicht ungewöhnlich. Das Gesetz anerkenne in aller Form die Notwendigkeit und den politischen Willen, an dem Wirtschaftsverbund und der Währungseinheit des Landes festzuhalten. Es seien ziemlich komplexe Bestimmungen festgelegt worden, damit die Zentralregierung sowohl hinsichtlich der Möglichkeit dieser neuen Körperschaften, unterschiedliche Steuerniveaus festzulegen (das Beispiel der föderalistischen Staaten zeige, dass man die Steuersituationen nicht allzu sehr auseinanderklaffen lassen dürfe), als auch hinsichtlich der Finanzierungsmodalitäten eine Überwachung, gegenseitige Abstimmung und ein Interventionsrecht ausüben könne. Die Zentralregierung werde die Verschuldung der neuen Körperschaften überwachen; zu diesem Zweck

sei im Obersten Finanzrat, in dem die Zentralbank durch den Gouverneur, den Vizegouverneur und ein Mitglied des Direktionsausschusses vertreten ist, eine neue Abteilung geschaffen worden. Es werde möglich sein, die Befugnisse der Körperschaften einzuschränken, falls es sich zeige, dass ihre Verschuldung oder die Unterschiede bei ihren Steuerbelastungen die Währungseinheit des Landes gefährdeten. Es handle sich hier um einen Kompromiss, der die Erhaltung dieser Einheit und die Fortführung der seit mehreren Jahren laufenden Bemühungen um Sanierung der öffentlichen Finanzen ermöglichen sollte (in fünf Jahren sei das Haushaltsdefizit, gemessen in Prozent des BSP, um die Hälfte reduziert worden). Eine dritte, rein politische Phase des Föderalismus werde darauf ausgerichtet sein, die Befugnisse des Senats zu ändern, die Kompetenzen des Schiedsgerichts zu erhöhen, das zu einer Art Verfassungsgericht werde, und den Bürgern das Recht zu geben, dieses Gericht bei Kompetenzstreitigkeiten zwischen den verschiedenen staatlichen Körperschaften anzurufen. Der Zeitplan für die Verwirklichung dieser dritten Phase sei noch offen.

Am 23. Dezember 1988 sei ein Gesetz betreffend das Währungsstatut und die Banque Nationale de Belgique verabschiedet worden. Ohne dieses Gesetz hätte die Banque Nationale de Belgique zu bestehen aufgehört. Jetzt sei ihr eine unbefristete rechtliche Lebensdauer gewährt worden. Am Status der Bank seien nur wenig Änderungen vorgenommen worden, die wichtigste Neuerung betreffe die Ausweitung der Befugnisse auf dem Gebiet der Verwendung der Pflichtreserven.

Schliesslich habe die Banque Nationale ein neues Verfahren der Mittelzuteilung an die Finanzinstitute mittels eines Zuschlagsverfahrens für sehr kurzfristige Mittel ausgearbeitet und werde es im März erstmals anwenden. Die Bank wolle die Palette der Zinssätze, auf die sie einen Einfluss ausüben kann, ergänzen, die Marktkontakte mit den Kreditinstituten vertiefen und sicherstellen, dass Zinsänderungen vorgenommen werden können, ohne Ankündigungseffekte zu schaffen, die den Zielen der Zentralbank zuwiderlaufen könnten.

Herr Leigh-Pemberton gibt einige Kommentare zur Lage in Grossbritannien ab. Ein Rückgang der Zinssätze sei bestimmt nicht zu erwarten, und eine erneute Erhöhung sei nicht erwünscht, denn die Sätze seien schon hoch, und man habe schon einige Auswirkungen der restriktiven Politik beobachtet. So verzeichneten die Zahlen für den Einzelhandel im Dezember 1988 einen Rückgang; das Geldmengenwachstum sei im vierten Quartal 1988 weniger stark

gewesen als im dritten Quartal, worin sich teilweise die durch das Leistungsbilanzdefizit bewirkte Schrumpfung widerspiegeln. Dieses Defizit sei im Dezember immer noch bedeutend gewesen - £ 1,3 Mrd. -, aber es scheine sich im Lauf des vierten Quartals 1988 stabilisiert zu haben. Der Inflationsrhythmus steigere sich immer noch und sei besorgniserregend; die Jahresrate sei Anfang 1989 bei etwa 7 % gelegen; sie sollte im Lauf des Jahres jedoch etwas zurückgehen. Das Wirtschaftswachstum bleibe lebhaft, und offenbar hätten bisher weder die Erhöhung der Zinssätze noch der feste Pfundkurs zu Abstrichen an den Investitionsplänen geführt. Man könne daher hoffen, dass man die Produktionskapazitäten weiter ausbauen und gleichzeitig die Inlandsnachfrage besser unter Kontrolle halten könne.

Der Vorsitzende stellt fest, dass die Notenbankpräsidenten ihre Aufmerksamkeit gewissen jüngsten Entwicklungen, die sich nicht auf die Devisenmärkte begrenzen, widmen sollten. Der Anstieg der US-Zinssätze sei einer der Hauptgründe für die feste Notierung des Dollars, er ziehe überdies Zinserhöhungen in der übrigen Welt nach sich, und zwar selbst in Ländern, wo sie nicht durch binnenwirtschaftliche Gründe gerechtfertigt seien. In einigen Ländern verstärkten sich infolge der starken Inlandsnachfrage die inflationären Tendenzen, so dass restriktive geldpolitische Massnahmen erforderlich seien, vor allem wenn der "policy mix" nicht geändert werden könne. Die Veränderlichkeit der Devisenmärkte werde wahrscheinlich weiterhin spürbar sein, und die europäischen Volkswirtschaften blieben mit gewissen Gefahren konfrontiert. Es sei daher wichtig, dass die Notenbankpräsidenten hinsichtlich der wirtschafts- und währungspolitischen Entwicklungen sehr wachsam blieben und sie, gestützt auf die Arbeiten der Experten und der Stellvertreter, genau verfolgten.

III. Verabschiedung des Ausschussberichts an die EG-Finanzminister über die Entwicklung an den Devisenmärkten der neunzehn an der Konzertation beteiligten Länder im Januar und in den ersten Februartagen 1989

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

IV. Prüfung des von der Expertengruppe unter dem Vorsitz von Herrn Dalgaard erstellten Berichts Nr. 65 über die Auswirkungen der bevorstehenden Überprüfung des ECU-Korbs

Auf Ersuchen des Vorsitzenden führt Herr Dalgaard den Bericht Nr. 65 kurz ein und unterstreicht die wichtigsten Punkte der Analysen und Anregungen der Experten.

A. Referat von Herrn Papademos

Die Stellvertreter gaben ihrer Wertschätzung für den Bericht von sehr hoher Qualität Ausdruck und teilten weitgehend die Ansichten der Experten. Sie sind sich alle einig, dass die Revision des Korbes nicht zu einer Änderung der ECU-Leitkurse, der bilateralen Leitkurse und der Pflichtinterventionskurse der am Wechselkursmechanismus beteiligten Währungen führen sollte und dass die fiktiven Paritäten der nicht an diesem Mechanismus beteiligten Währungen entsprechend anzupassen wären. Dieser Grundsatz sei wünschenswert, um die Gefahr einer Verwechslung mit einer Leitkursneuordnung zu vermeiden.

Die Mehrheit der Stellvertreter unterstützt die Schlussbemerkung der Experten, ein Verfahren in zwei Phasen - d.h. Festlegung und Ankündigung der neuen Gewichte der Währungen einige Zeit bevor die neue ECU tatsächlich in Kraft tritt - würde zur Verminderung der Unsicherheiten auf dem ECU-Markt im Zusammenhang mit der Korbrevision beitragen.

Der italienische Stellvertreter kann ein solches Verfahren in zwei Schritten nicht befürworten und schlägt vor, man solle wieder die Methode von 1984 anwenden. Seiner Ansicht nach gebe es keinen zwingenden Grund für eine vorherige Ankündigung der Gewichte, und falls es während der Schonfrist zu einer Leitkursneuordnung komme, so würde dies Probleme schaffen und wäre peinlich. Überdies eigne sich ein zweistufiges Verfahren nicht unbedingt für das Festlegen der Währungsgewichtungen. Man sollte sich bei der Bestimmung der Gewichte ein ausgewogenes Vorgehen zu eigen machen, und die anzuwendenden Kriterien seien klar zu definieren. Bei der Festlegung des Gewichts jeder einzelnen Korbwährung sollte ein Ausgleich gefunden werden zwischen der wirtschaftlichen Bedeutung des betreffenden Landes und der Notwendigkeit, die Stabilität der ECU zu erhalten. In dieser Hinsicht würde jede nennenswerte Erhöhung der Gewichte der nicht zum Wechselkursmechanismus gehörenden Währungen die Attraktivität der ECU vermindern, die ja eben auf ihrer begrenzten Schwankungsbreite beruht.

Der Vertreter der Kommission hob hervor, dass 1984 die Gewichte der Währungen nicht nur objektive Kriterien widerspiegeln, sondern auch Werturteile. Es sei sehr wahrscheinlich, dass der Ansatz 1989 ähnlich sei und dass die Gewichte dem Ziel der Erhaltung der Stärke und Stabilität der ECU Rechnung trügen.

Die Stellvertreter tauschten ferner einige Bemerkungen zu dem Verfahren bei der Übermittlung des Berichts Nr. 65 an die Kommission und an den Währungsausschuss aus.

B. Diskussion des Ausschusses

Herr Leigh-Pemberton findet, die Zentralbankpräsidenten könnten den Expertenbericht annehmen und den Vorschlag der Stellvertreter befolgen, ihn der Kommission und dem Währungsausschuss zu übermitteln. Es wäre wünschenswert, den Bericht mit dem "Aval" der Zentralbankpräsidenten weiterzugeben und die Vorteile eines Verfahrens in zwei Schritten bei der Revision des ECU-Korbes hervorzuheben. Ein Ausschussmitglied sei gegen ein solches Verfahren, aber man dürfe nicht übersehen, dass sich die Lage seit 1984 beträchtlich geändert habe und dass es durchaus angezeigt sei, das Verfahren ziemlich schnell einzuleiten und die Unsicherheit und das Schwanken der privaten ECU-Märkte nicht zu erhöhen, indem man bis September 1989 warte. Wie im Bericht Nr. 65 gesagt worden sei, wolle man nicht den Banken helfen, sondern einen reibungslosen Übergang zwischen den beiden ECU und ein möglichst geordnetes Funktionieren der Märkte gewährleisten, was ja eine übliche Verantwortlichkeit der Zentralbanken sei. Wenn man in zwei Schritten vorgehe, mit einer Ankündigung drei Monate im voraus, helfe man nicht den Banken, sondern schütze die ECU selbst und sichere ihr einen besseren Fortbestand.

Abschliessend gibt Herr Leigh-Pemberton der Hoffnung Ausdruck, dass der Expertenbericht, trotz der Schwierigkeiten einer Zentralbank, der Kommission und dem Währungsausschuss mit der Billigung der Notenbankpräsidenten übermittelt werde.

Herr Delors dankt dem Ausschuss dafür, dass er zur Revision des ECU-Korbes einen Gedankenaustausch ausgelöst habe; diese Revision sei Sache einer Verordnung des Rats der Wirtschafts- und Finanzminister, die einstimmig auf Vorschlag der Kommission und nach Stellungnahme des Währungsausschusses und des Verwaltungsrats des EFWZ zu erlassen sei. Der Expertenbericht sei sehr lehrreich und werde der Kommission bei der Formulierung ihres Vorschlags von Nutzen sein. Die Experten rechtfertigten die von ihnen empfohlene Wachsamkeit mit der veränderten Grösse des ECU-Marktes seit 1984; die bedeutenden

kurzfristigen Geschäfte des britischen Schatzamts erforderten ebenfalls eine sorgfältige Vorbereitung der Revision. Die Experten heben ebenfalls hervor, dass diese nicht mit einer Leitkursneuordnung verwechselt werden dürfe. Dies sei völlig richtig, und es genüge, sich die unerfreuliche Atmosphäre der letzten Leitkursanpassung im Januar 1987 in Erinnerung zu rufen, um zu wünschen, dass sich die damaligen Streitereien aus Gründen nationalen Stolzes oder Prestiges nicht wiederholen mögen. Zu diesem Zwecke sollte Herr Christophersen, der mit Wirtschaftsfragen beauftragte Kommissar, die Hauptstädte bereisen, um mit den Finanzministern und Notenbankpräsidenten zu sprechen und zu versuchen, eine Lösung zu finden, um die objektiven Kriterien und die anderen Beurteilungselemente miteinander in Einklang zu bringen.

Herr Delors präzisiert, er werde die Kommission auffordern, den klugen Vorschlag im Bericht der "Dalgaard-Gruppe" zu befolgen und ein zweiphasiges Verfahren anzuwenden. Wenn sich die Kommission diesen Ansatz zu eigen mache, könnte der Ministerrat die Gewichte der ECU-Währungen an seiner Sitzung vom 19. Juni 1989 beschliessen; die Bestandteile des Korbes würde die Kommission in der letzten Septemberwoche gemäss den am Markt beobachteten Kursen der Währungen festlegen. Ohne in diesem Stadium schon auf Einzelheiten einzugehen, sei es doch wichtig, zu unterstreichen, dass eine starke ECU vorteilhaft und es nützlich sei, jene zu überzeugen, die mit diesem Begriff auf nationaler Ebene Schwierigkeiten haben könnten. Der Unterschied zwischen einer starken und einer schwachen ECU sei vielleicht sehr gering, aber der Markt erwarte zweifellos ein Zeichen, welches das Vertrauen in die ECU erhalte und deren Zukunft sicherstelle. Es sei nicht gewiss, ob die Kommission alle Mitgliedsländer überzeugen könne, dass dieser Ansatz der richtige sei; es sei jedoch wichtig, ihm schon jetzt bekanntzugeben, denn die Revision des ECU-Korbes sei Gegenstand zahlreicher Kommentare und beeinflusse schon jetzt die Geschäfte, insbesondere die mittel- und langfristigen.

Gegen das Verfahren in zwei Schritten scheine es nur einen Einwand zu geben, nämlich dass der wichtige Beschluss über die Gewichte der Währungen in der Zeit zwischen der Einreichung und Veröffentlichung des Berichts des Ad-hoc-Ausschusses über die Wirtschafts- und Währungsunion und dem europäischen Gipfel von Ende Juni gefasst würde. Sollte dieser Bericht, mit oder ohne Revision des Korbes, zu hitzigen Diskussionen Anlass geben, würde dies nicht ohne Einfluss auf die ECU bleiben. Daher sei der Vorschlag der Experten tatsächlich die beste Formel.

Herr Ciampi erinnert daran, dass Herr Papademos in seinem Referat den abweichenden Standpunkt des italienischen Stellvertreters hinsichtlich eines Verfahrens in zwei Schritten für die ECU-Revision erwähnt habe; er bestätigt den diesbezüglichen Vorbehalt der Banca d'Italia und wünscht dessen Aufnahme ins Protokoll. Die Frage könne in der Tat unterschiedlich beurteilt werden. Man müsse nunmehr die von Herrn Delors geäußerte Präferenz zur Kenntnis nehmen, der sich für ein Verfahren in zwei Schritten ausspreche; der erste Schritt erfolge bei der Sitzung des Rats der Wirtschafts- und Finanzminister am 19. Juni, der zweite in der letzten Septemberwoche 1989. Der Bericht der "Dalgaard-Gruppe" sei auf jeden Fall eine gute Diskussionsgrundlage und ein wertvolles Dokument; der Währungsausschuss, dem er unter Vermerk des Vorbehalts der Banca d'Italia übermittelt werden könne, werde ihn gewiss sehr schätzen.

Herr Rubio erklärt sich mit den Bemerkungen von Herrn Delors einverstanden; er fragt sich jedoch, wie man die Kriterien für eine starke ECU festlegen werde; man werde da sehr genau sein müssen, aber das werde nicht leicht sein und es sei mit Schwierigkeiten zu rechnen.

Herr de Larosière hält den Bericht Nr. 65 für ein gutes Dokument und schliesst sich den Bemerkungen von Herrn Leigh-Pemberton zu dieser Frage an. Die Märkte seien wichtig, und man müsse auf sie achten. Es bestehe im übrigen ein zweiphasiges Verfahren in einem ähnlichen Fall, nämlich der Änderung der Zusammensetzung der SZR durch den Internationalen Währungsfonds. Die Märkte zu informieren, dass eine neue Zusammensetzung der ECU festgelegt worden sei, dass sie in drei Monaten in Kraft treten werde und dass sie entsprechend planen könnten, sei eine angemessene Art und Weise, wie die Währungsbehörden ihre Verantwortung wahrnehmen können.

Der Vorsitzende meint, die Erfahrungen mit der ECU-Revision von 1984 seien nur in Grenzen zu berücksichtigen. Selbst wenn die Risiken für die Märkte vielleicht übertrieben würden, sei es besser, vorsichtig zu sein, und in diesem Sinne würde das zweiphasige Verfahren den Märkten mehr Zeit und Flexibilität geben, um die nötigen Vorsichtsmassnahmen zu treffen und die durch die ECU-Revision entstehenden Risiken abzudecken.

Unter den Zentralbankpräsidenten herrsche allgemeine Einigkeit, um zu betonen, dass die ECU-Leitkurse, die bilateralen Leitkurse und die Pflichtinterventionskurse der Währungen des EWS-Wechselkursmechanismus bei der Neuregelung des ECU-Korbes unverändert bleiben müssten. Es müsse jede Verwechslung mit einer Leitkursanpassung vermieden werden. Was die zweite

Empfehlung der Experten betreffe - das Verfahren in zwei Schritten - so befürworten es die Zentralbankpräsidenten nicht einstimmig. Unter diesen Umständen müsse der Bericht Nr. 65 der Kommission und dem Währungsausschuss mit einem Begleitbrief des Ausschussvorsitzenden übermittelt werden. In diesem Brief würde man einerseits die Bedeutung hervorheben, die die Notenbankpräsidenten der Stabilität der Leitkurse und Interventionskurse zumessen, andererseits würde man darauf hinweisen, dass technische Gründe, die im Bericht der Experten ausführlich dargelegt werden, für ein Verfahren in zwei Schritten sprechen, dass aber eine Minderheit der Notenbankpräsidenten der Ansicht sei, ein Verfahren in einem einzigen Schritt, wie 1984, wäre vorzuziehen.

Der Vorsitzende fragt sich, ob in dem Brief vielleicht auch noch zu erwähnen wäre, dass man bei der Festlegung der Gewichte der Währungen ausgeglichen vorgehen und die relative wirtschaftliche Bedeutung der betroffenen Währungen, die Notwendigkeit einer stabilen ECU und die Tatsache berücksichtigen müsse, dass ein zu grosses Gewicht der Währungen ausserhalb des Wechselkursmechanismus theoretisch die ECU schwächen könne.

Zu dieser Frage des Vorsitzenden äussern sich verschiedene Gouverneure.

Herr Rubio erklärt, es sei zur Zeit schwierig, zwischen starken und schwachen Währungen zu unterscheiden, und namentlich verbiete die Wirklichkeit es, die Idee einer "schwachen Währung" mit den neu zur ECU hinzukommenden Währungen in Verbindung zu bringen.

Herr de Larosière ist mit Herrn Rubio einverstanden, dass man nicht von schwachen Währungen sprechen könne. Im übrigen gehe es gar nicht um diese Frage. Hingegen könne man sagen, dass die Zentralbankpräsidenten die Attraktivität der ECU erhalten möchten, und dass ein Element dieser Attraktivität darin liege, dass einige in der ECU vertretene Währungen untereinander eng umrissene Paritäten haben. Dies bedeute natürlich nicht, dass in der ECU kein Platz für die anderen Währungen sei.

Herrn Delors liegt daran, die Zentralbankpräsidenten zu beruhigen. Zunächst einmal sei sich die Kommission bewusst, dass die Frage der ECU-Revision heikler Art sei, und die angekündigte Rundreise durch die Hauptstädte werde es just ermöglichen, die Behörden sämtlicher Länder anzuhören. Zweitens habe die Kommission nicht die Absicht, zum vornherein zwei Gruppierungen zu schaffen, einerseits zwischen starken und schwachen Währungen, andererseits zwischen Währungen, die dem Wechselkursmechanismus angehören, und denjenigen,

die nicht dazugehören, denn es sei nicht gesagt, dass nicht einige der letzteren dem Mechanismus in einer relativ nahen Zukunft beiträten. Daher müssten sich die Kriterien vielmehr auf objektive Faktoren und eine genaue Analyse der Märkte stützen. In diesem Zusammenhang erscheine die schon erwähnte Anhörung sehr wichtig.

Der Vorsitzende schliesst aus den Bemerkungen der Vorredner, namentlich von Herrn Delors, dass es besser sei, in seinem Brief an die Kommission die Frage der Gewichte der Währungen nicht zu erwähnen.

V. Gedankenaustausch über eine von der Expertengruppe unter dem Vorsitz von Herrn Raymond verfasste Note zu neutralisierten und nicht neutralisierten Interventionen

Der Vorsitzende erklärt, die Stellvertreter hätten nicht genügend Zeit gehabt, um die von der "Raymond-Gruppe" vorbereitete Note in angemessener Weise zu prüfen; sie seien jedoch übereingekommen, demnächst auf dieses Dokument zurückzukommen. Die Zentralbankpräsidenten selbst könnten daher anlässlich einer kommenden Sitzung einen Gedankenaustausch darüber abhalten, nachdem die Stellvertreter darüber diskutiert haben.

VI. Weitere Fragen innerhalb der Zuständigkeit des Ausschusses:

- Umlage der Kosten des Ausschussesekretariats für 1988

Der Vorsitzende erinnert daran, dass das Sekretariat eine Note und Tabellen vorbereitet hat, die an die Zentralbankpräsidenten und Stellvertreter verteilt worden sind.

Gemäss der gängigen Praxis und wie dies auch in der Note gemacht wird, könnten die Kosten des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten und des EFWZ (Sekretariat des Verwaltungsrats und Agent) zusammen behandelt werden.

Der Vorsitzende fügt hinzu, die Stellvertreter hätten keine Bemerkungen zu dieser Frage, und er stellt das Einverständnis des Ausschusses mit der vom Sekretariat vorgelegten Note und den Tabellen fest.

* * *

Ehe er die Sitzung schliesst, wendet sich der Vorsitzende an Herrn Loehnis, um ihm die Wertschätzung und den Dank der Notenbankpräsidenten

für seine Arbeit im Ausschuss auszudrücken. Herrn Loehnis, der demnächst zum privaten Bankensektor überwechseln wird, hat während neun Jahren als "International Director" der Bank of England und Stellvertreter des Gouverneurs an den Arbeiten des Ausschusses teilgenommen. Er hat sich namentlich als Pragmatiker und erstrangiger Techniker einen Namen erworben; diese Eigenschaften sind in seiner Beherrschung der Themen und im Vorsitz des Stellvertreterausschusses klar zutage getreten, den er zweimal, 1981 und 1986, innehatte.

Der Vorsitzende spricht Herrn Loehnis für seine Zukunft die besten Wünsche des Ausschusses aus.

Herr Loehnis dankt dem Vorsitzenden für seine Worte, von denen er sehr gerührt ist; er werde die Ergebnisse der Arbeiten des Ausschusses in einem anderen Rahmen, aber mit ebensoviel Interesse wie bisher, weiter verfolgen.

VI. Zeit und Ort der nächsten Sitzung

Die nächste Sitzung findet am Dienstag, dem 14. März 1989, um 9.30 Uhr in Basel statt.

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

JANUAR 1989

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 Januar und während der ersten Februartage 1989.

I. ENTWICKLUNG DER WECHSELKURSE

Die wichtigste Entwicklung auf den Devisenmärkten war ein weiterer Kursgewinn des US-Dollars gegenüber den meisten Währungen. Diese Entwicklung konnten auch ständige konzertierte Dollarabgaben, hauptsächlich gegen D-Mark, und eine weitere Erhöhung der Leitzinsen in einigen europäischen Ländern nicht aufhalten.

Der US-Dollar war einem anhaltenden Aufwertungsdruck ausgesetzt. Er profitierte sowohl von Erwartungen, dass die Zinssätze dank des weiterhin starken Wirtschaftswachstums der USA fest bleiben würden, als auch von einer freundlicheren Haltung gegenüber der neuen Administration. Ein neuerliches Interesse der Anleger an US-Dollar-Wertpapieren trug anscheinend ebenfalls zur festeren Notierung des Dollars bei. Die Meldung eines Anstiegs

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

des Handelsbilanzdefizits der USA im November dämpfte die Dollarnachfrage nur vorübergehend; Dollarabgaben im Rahmen konzertierter Interventionen wurden zu verschiedenen Zeitpunkten den ganzen Monat über vorgenommen, um dem Dollaranstieg entgegenzuwirken. Der Dollarkurs lag am Monatsende gegenüber der D-Mark rund 5,25 % und gegenüber dem Yen und dem Pfund Sterling rund 3,5 bzw. 2,75 % höher.

Das EWS war frei von Spannungen. Die dänische Krone nahm anstelle des französischen Franc den untersten Platz im engen Kursband ein, als Dänemark die Zinserhöhungen in anderen europäischen Ländern nicht mitvollzog. Die italienische Lira festigte sich weiter und näherte sich der Mitte des engeren Kursbands.

Die D-Mark schwächte sich gegenüber fast allen in der Bundesrepublik Deutschland amtlich notierten Währungen weiter ab. Der gewogene nominale Aussenwert der D-Mark (1972 = 100) ging um 1,4 % von 169,9 auf 167,5 zurück; er fiel damit wieder auf das Niveau von Anfang August 1988. Mit Wirkung vom 20. Januar erhöhte die Bundesbank ihren Diskont- und Lombardsatz um jeweils 1/2 Prozentpunkt auf 4 bzw. 6 %.

Der französische Franc verbesserte seine Position im Wechselkursverbund der Gemeinschaft vom sechsten auf den fünften Platz. Es kamen ihm beträchtliche Devisenverkäufe Gebietsansässiger und die positive Wirkung der Meldung einer Inflationsrate von nur 3,1 % für 1988 zugute. Überdies konnte der Franc dank der Erhöhung des Interventionssatzes der Banque de France und des Satzes für 5-10tägige Pensionsgeschäfte (auf 8 1/4 bzw. 9 %) seine allgemein aufwärtsgerichtete Kurstendenz aufrechterhalten.

Der belgische Franc hielt sich während des ganzen Berichtszeitraums gut, so dass die Banque Nationale de Belgique Devisen kaufen konnte. Die Bank folgte jedoch der allgemeinen Aufwärtsbewegung der Zinssätze und hob am 23. Januar den Diskont- und den Lombardsatz um je 1/2 Prozentpunkt auf 8 1/4 bzw. 8 1/2 % an; ferner wurde der Satz für dreimonatige Schatzwechsel zweimal um 0,1 Prozentpunkt auf seinen jetzigen Stand von 7,70 % angehoben.

Der holländische Gulden schwächte sich gegenüber den meisten EWS-Währungen leicht ab, blieb jedoch in der oberen Hälfte des Kursbandes. Im Einklang mit ähnlichen Entwicklungen andernorts hob die Nederlandsche Bank ihre amtlichen Zinssätze mit Wirkung vom 20. Januar um 1/2 Prozentpunkt an, so dass sich der Diskont- und der Lombardsatz auf 5 bzw. 5 3/4 % erhöhte.

Die dänische Krone büsste etwas an Wert ein und war am Monatsende die schwächste Währung im EWS-Kursband, da die Zinssätze in Dänemark trotz der Zinserhöhungen in vielen anderen Ländern wegen des schwachen Wirtschaftswachstums nicht verändert wurden.

Das irische Pfund notierte weiterhin relativ stabil in der oberen Hälfte des EWS-Bandes. Der Nettozustrom von Devisen hielt während fast des ganzen Monats an und führte zu Nettodevisenkäufen der Central Bank of Ireland. Am Monatsende kam es zu einigen Devisenabflüssen, die durch Verkäufe der Notenbank ausgeglichen wurden.

Die italienische Lira setzte ihren Anstieg im schmalen EWS-Band fort, da trotz abnehmender Zinsdifferenzen die kurzfristigen Kapitalzuflüsse anhielten. Die Banca d'Italia bremste die Aufwertungstendenz mit DM-Käufen und tätigte in Konzertation mit anderen Zentralbanken einige Dollarverkäufe.

Das Pfund Sterling blieb während fast des ganzen Monats am Rande des Geschehens; es büsste gegenüber dem Dollar Terrain ein, notierte aber gegenüber den meisten europäischen Währungen kontinuierlich fester. Es fiel kurz zurück, als der Anstieg der kontinentaleuropäischen Zinssätze in Grossbritannien keine Entsprechung fand, notierte dann aber im Kielwasser des steigenden Dollars ebenfalls fester und erreichte am Monatsende einen Höchststand gegenüber der D-Mark. Der Index des gewogenen Aussenwerts des Pfund Sterling erhöhte sich um 0,8 % auf 98,2 (1985 = 100).

Die griechische Drachme verlor gegenüber dem US-Dollar 4,7 % und gegenüber der ECU 0,2 % an Wert. Im gewogenen Durchschnitt schwächte sie sich um 0,6 % ab.

Die spanische Peseta festigte sich aufgrund beträchtlicher Zuflüsse im kurzfristigen Kapitalverkehr, die durch das positive Zinsgefälle induziert waren, weiter. Am Monatsende notierte sie gegenüber der ECU 2,8 % höher, lag aber gegenüber dem Dollar 1,8 % niedriger.

Der portugiesische Escudo wertete sich im gewogenen Mittel um 0,25 % ab, was im Einklang mit der offiziellen Wechselkurspolitik stand. Gegenüber dem US-Dollar fiel der Escudo um 3,8 %.

Der Schweizer Franken schwächte sich im Laufe des Monats gegenüber allen gängigen Währungen weiter ab. Gemessen am US-Dollar erreichte die Werteinbusse mehr als 5 %. Gegenüber der D-Mark ergab sich eine Abschwächung von 0,3 %. Der exportgewichtete Index des Frankens lag am Monatsende 1,5 % unter dem Stand des Vormonats. Das Zinsniveau am inländischen Geldmarkt erhöhte sich nochmals um nahezu 1 Prozentpunkt auf 5 1/2-6 %. Der Diskont-

und der Lombardsatz wurden per 20. Januar um je 1/2 Prozentpunkt auf 4 bzw. 6 % erhöht.

Der Schilling schwächte sich gegenüber dem US-Dollar um 4,4 % ab; die Monatsamplitude betrug 6 %. Gegenüber der D-Mark schwankte der Schilling lediglich um 0,2 %. Mit Wirkung vom 20. Januar wurden der Diskont- und der Lombardsatz um je 1/2 Prozentpunkt auf 4 1/2 bzw. 6 %. Ende Januar wurde angekündigt, dass der Satz für kurzfristige Offenmarktgeschäfte von 4 3/4 auf 5 1/4 % erhöht wurde.

Die norwegische Krone setzte ihren stetigen Kursanstieg fort, wobei ihr gewogener Aussenwert am Monatsende um einen vollen Prozentpunkt über dem Stand des Vormonats lag. Eine Verlangsamung der inländischen Kreditausweitung und des Preisauftriebs sowie höhere Ölpreise und eine verbesserte Zahlungsbilanz ermöglichten es der Zentralbank, ihren Satz für Tagesgeld mit Wirkung vom 10. Januar um einen weiteren 1/2 Prozentpunkt auf 11 1/2 % zu senken.

Die schwedische Krone blieb von einem etwas niedrigeren Zinsniveau, das eine Folge des Vorschlags der Regierung war, die Kapitalverkehrskontrollen in Schweden aufzuheben, unberührt, und die Schwankungen ihres Kurses hielten sich in engen Grenzen.

Die Finnmark wies im gewogenen Durchschnitt weiterhin einen recht stabilen Kurs auf und hielt sich am oberen Ende ihrer Schwankungsmarge. Die Geldmarktzinsen sanken in den ersten drei Wochen des Monats um rund 1 Prozentpunkt, zogen dann jedoch wieder kräftig an.

Der japanische Yen wertete sich gegenüber dem US-Dollar um 2,5 % ab und notierte am Monatsende bei Yen 129,13. Zurückzuführen war diese Entwicklung auf umfangreiche Dollarkäufe ausländischer Spekulanten und japanischer institutioneller Anleger unter dem Eindruck einer Ausweitung des Zinsgefälles zwischen Japan und den Vereinigten Staaten und höherer Ölpreise. Gleichzeitig gewann der Yen gegenüber der ECU geringfügig an Wert.

Der kanadische Dollar gewann gegenüber dem US-Dollar 0,8 % und auf handelsgewogener Basis 1,6 % an Wert. Er erhielt nach wie vor eine Stütze durch ansteigende Inlandszinsen als Folge des robusten Wirtschaftswachstums und durch ein Rekordvolumen an neuemittierten Euroanleihen in kanadischem Dollar. Im Zusammenhang mit der Übernahme von Unternehmen in Kanada wurden während des Monats mehrere grosse finanzielle Transaktionen

abgewickelt, die zu einer gewissen Nettonachfrage nach dem kanadischen Dollar führten.

II. INTERVENTIONEN

A. Interventionen in US-Dollar

Von Mitte Januar an kam es mehrmals zu abgestimmten Dollarabgaben. Die Nettoverkäufe beliefen sich für den gesamten Monat auf US-\$ 4,1 Mrd. gegenüber Nettokäufen von US-\$ 0,6 Mrd. im Dezember 1988. Sie setzten sich aus Bruttokäufen von US-\$ 1,7 Mrd. und Bruttoverkäufen von US-\$ 5,8 Mrd. (wovon US-\$ 4,1 Mrd. gegen D-Mark getätigt wurden) zusammen. Die US-Währungsbehörden und die Deutsche Bundesbank verkauften die höchsten Dollarbeträge; die grössten Käufe tätigten die Banco de Portugal, die Finlands Bank und - am Monatsanfang - die Norges Bank.

B. Interventionen in Gemeinschaftswährungen und in privater ECU

Die Interventionen in EWS-Währungen von seiten der EG-Zentralbanken beliefen sich umgerechnet auf US-\$ 4,2 Mrd., verglichen mit US-\$ 1,4 Mrd. im Dezember 1988. Die Interventionen bestanden in der Hauptsache aus Käufen von D-Mark, wobei die Banca d'Italia und der Banco de España die grössten Beträge kauften.

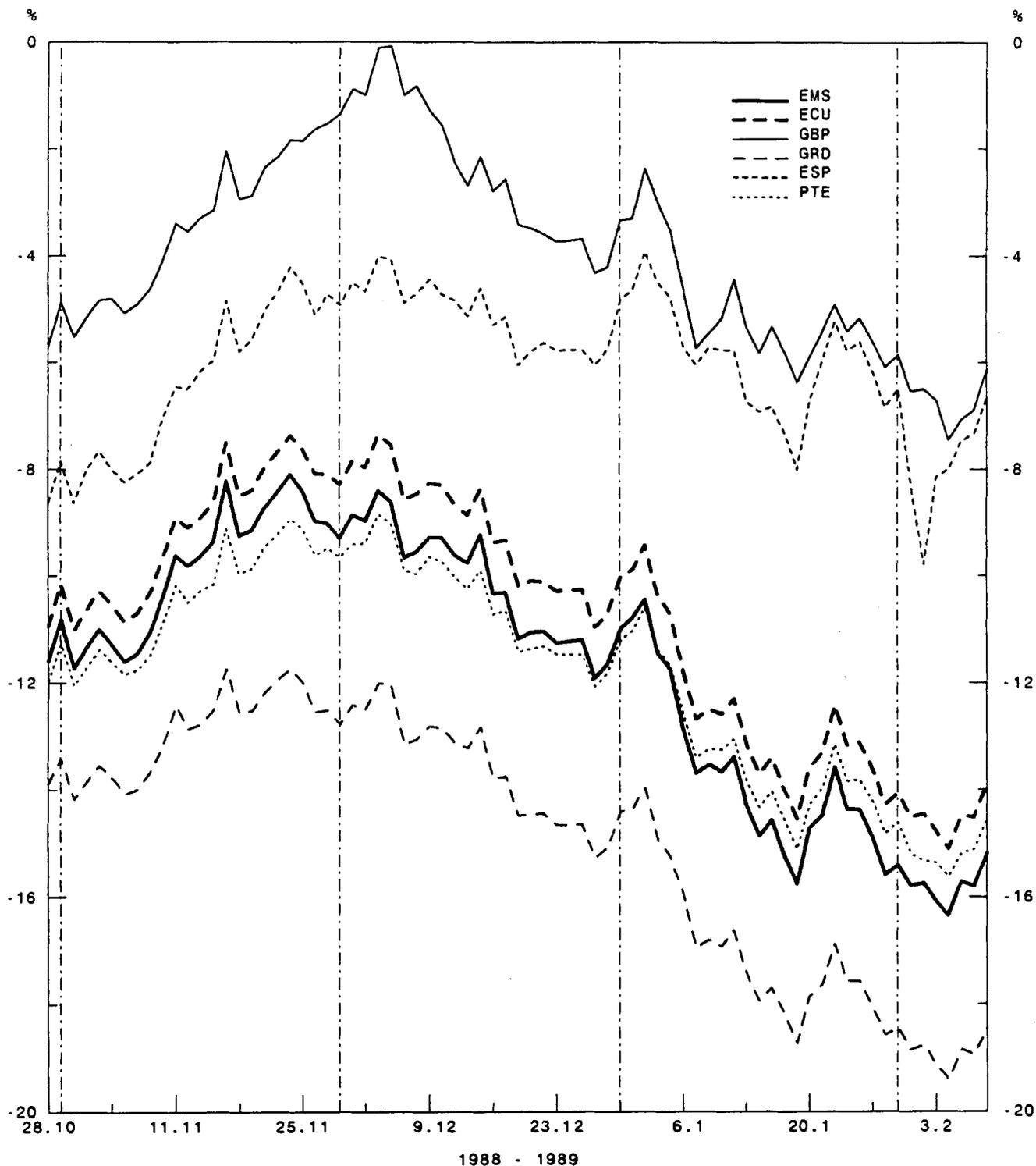
III. ENTWICKLUNG IM LAUFENDEN MONAT BIS ZUM 10. FEBRUAR

Nach dem Bekanntwerden günstiger Beschäftigungszahlen in den USA und im Gefolge des Treffens der Siebenergruppe am 3./4. Februar tendierte der Dollar erneut nach oben; diesem Trend wurde durch eine neue Runde konzentrierter Interventionen begegnet. Im Anschluss an die Budgetrede von Präsident Bush fiel der Dollar zurück. Er erholte sich aber, als bekannt wurde, dass die Grosshandelspreise in den Vereinigten Staaten stärker als erwartet gestiegen waren; dies gab den Marktkreisen Anlass, mit einer Verschärfung der Geldpolitik zur Inflationsbekämpfung zu rechnen. Am 10. Februar wurde die US Prime Rate um 1/2 Prozentpunkt auf 11 % erhöht.

Im Bestreben, die kräftige Kreditnachfrage des privaten Sektors einzudämmen, erhöhte der Banco de España von den Finanzinstituten bei der

Zentralbank zu haltenden Mindestreserven von 16 1/2 auf 18 %. Zwecks Begrenzung der Auswirkungen auf den Wechselkurs verhängte die spanische Zentralbank überdies ein 30 % betragendes unverzinsliches Einlagensoll auf alle Fremdwährungskredite, die von gebietsansässigen Nichtbanken neu aufgenommen werden, sowie ein 20 % betragendes unverzinsliches Einlagensoll auf den Anstieg der Verschuldung der Banken in Fremdwährung. Am 1./2. Februar schwächte sich die Peseta plötzlich ab, erholte sich aber rasch wieder.

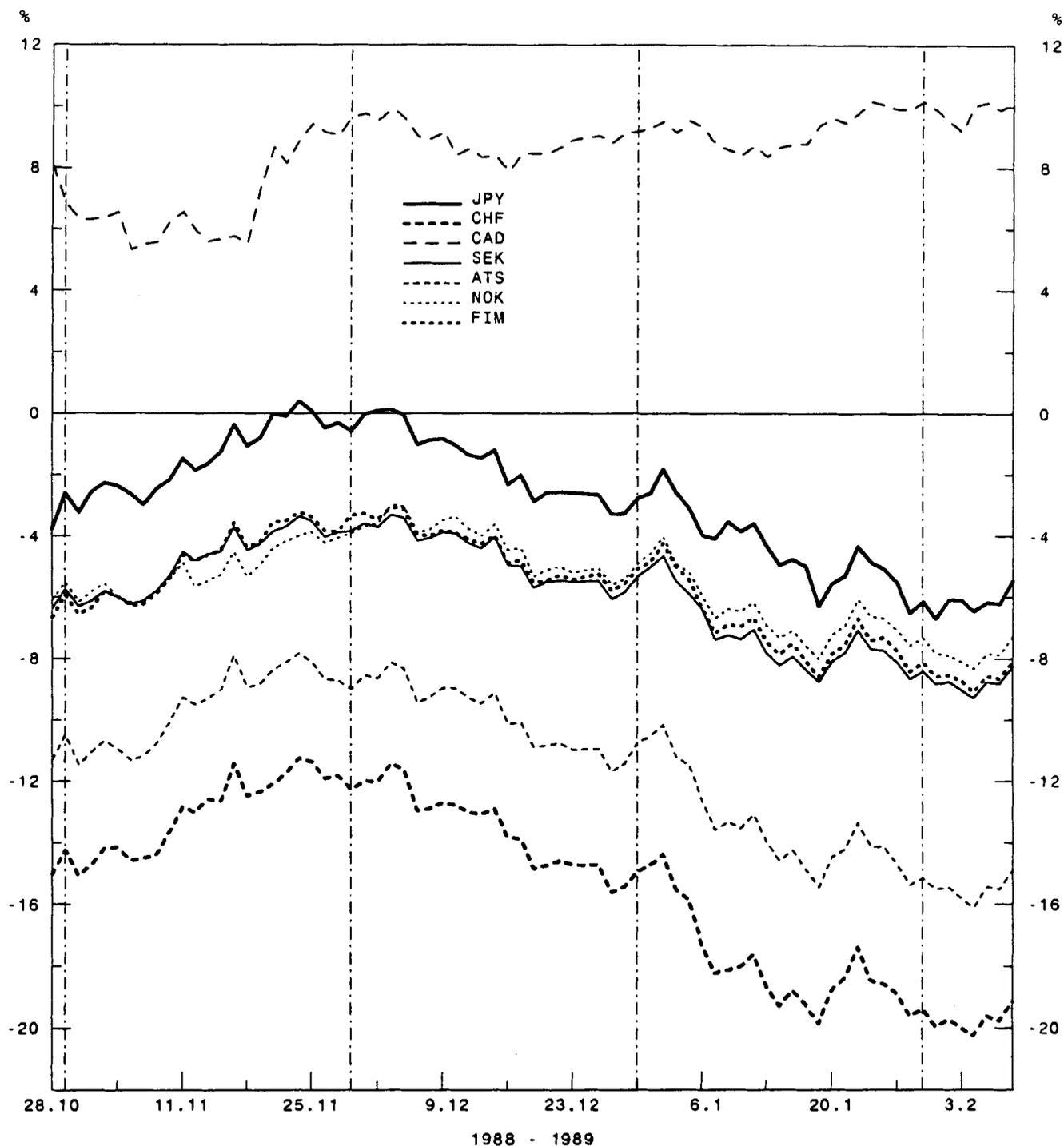
EVOLUTION OF THE ECU, THE MIDDLE RATE OF THE CURRENCIES PARTICIPATING IN THE EXCHANGE RATE MECHANISM OF THE EMS, AND THE CURRENCIES OF THE EEC CENTRAL BANKS WHICH DO NOT PARTICIPATE IN THAT MECHANISM, ON THE BASIS OF THE EXCHANGE RATES PREVAILING ON 31ST DECEMBER 1987 AGAINST THE USD*



* See next page.

10.2.1989

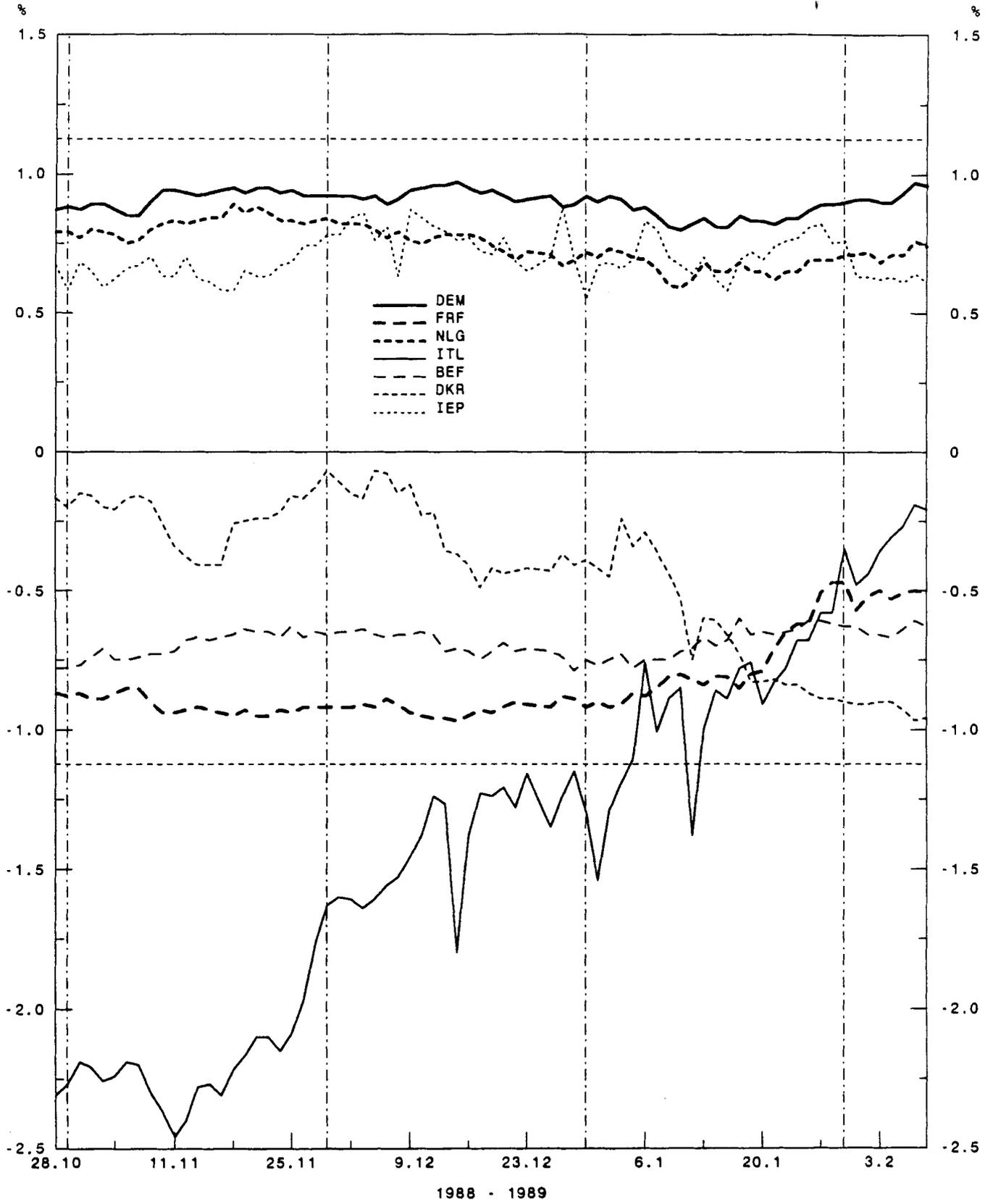
EVOLUTION OF THE CURRENCIES OF THE NON-EEC CENTRAL BANKS
PARTICIPATING IN THE CONCERTATION, ON THE BASIS OF THE EXCHANGE
RATES PREVAILING ON 31ST DECEMBER 1987 AGAINST THE USD*



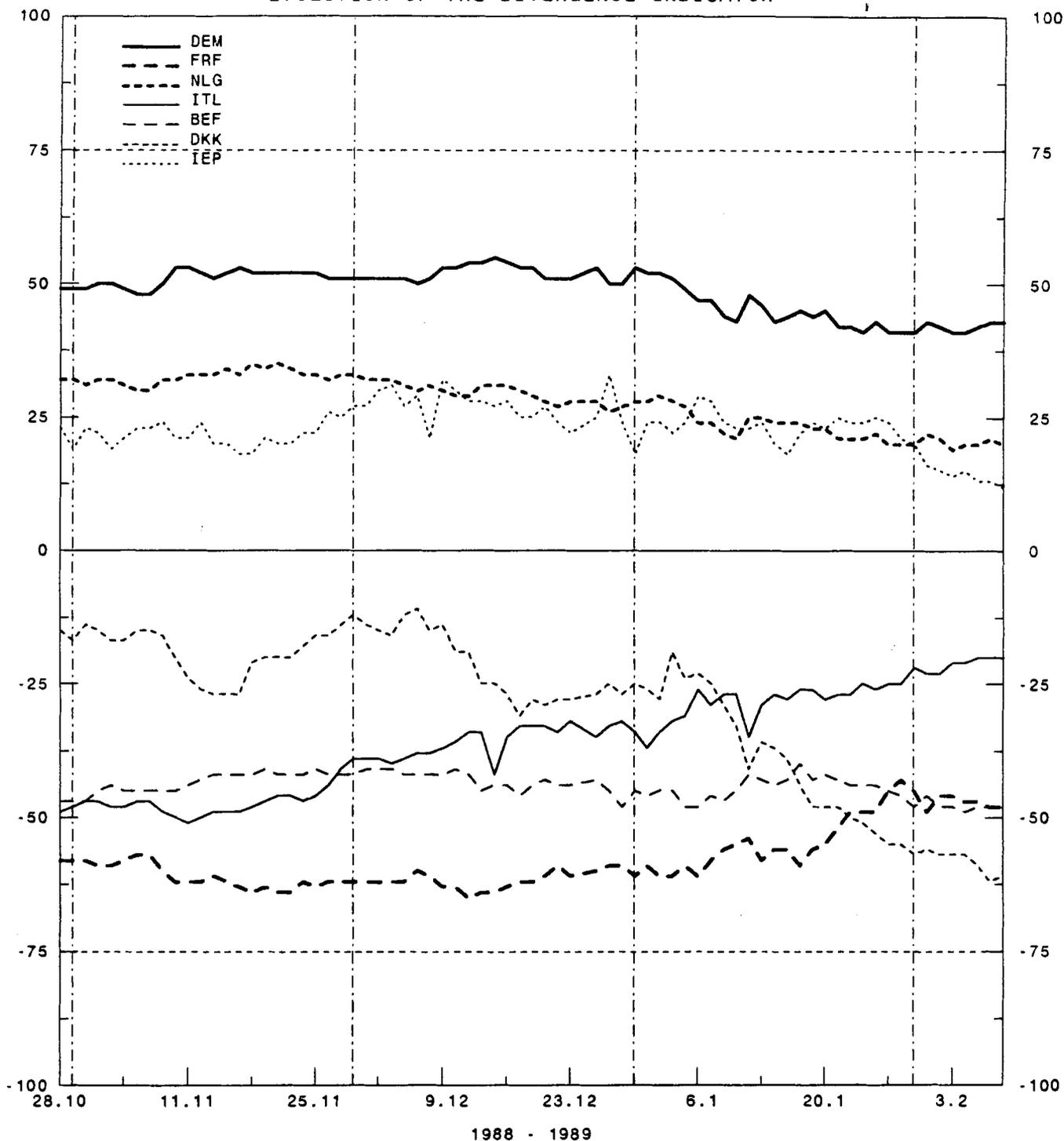
* ECU 0,767254; GBP 0,5346; GRD 126,2002; ESP 107,8498; PTE 130,0242; FIM 3,945; CAD 1,302; CHF 1,2775; JPY 121,4501; SEK 5,795; NOK 6,233; ATS 11,129; middle rate of the currencies participating in the EMS 0,77324. The middle rate of the currencies participating in the EMS represents the daily average of the exchange rates of those two currencies which have the largest divergence from their current bilateral central rates, with a maximum fluctuation of 2.25%.

10.2.1989

MOVEMENTS IN THE EMS PARITY GRID



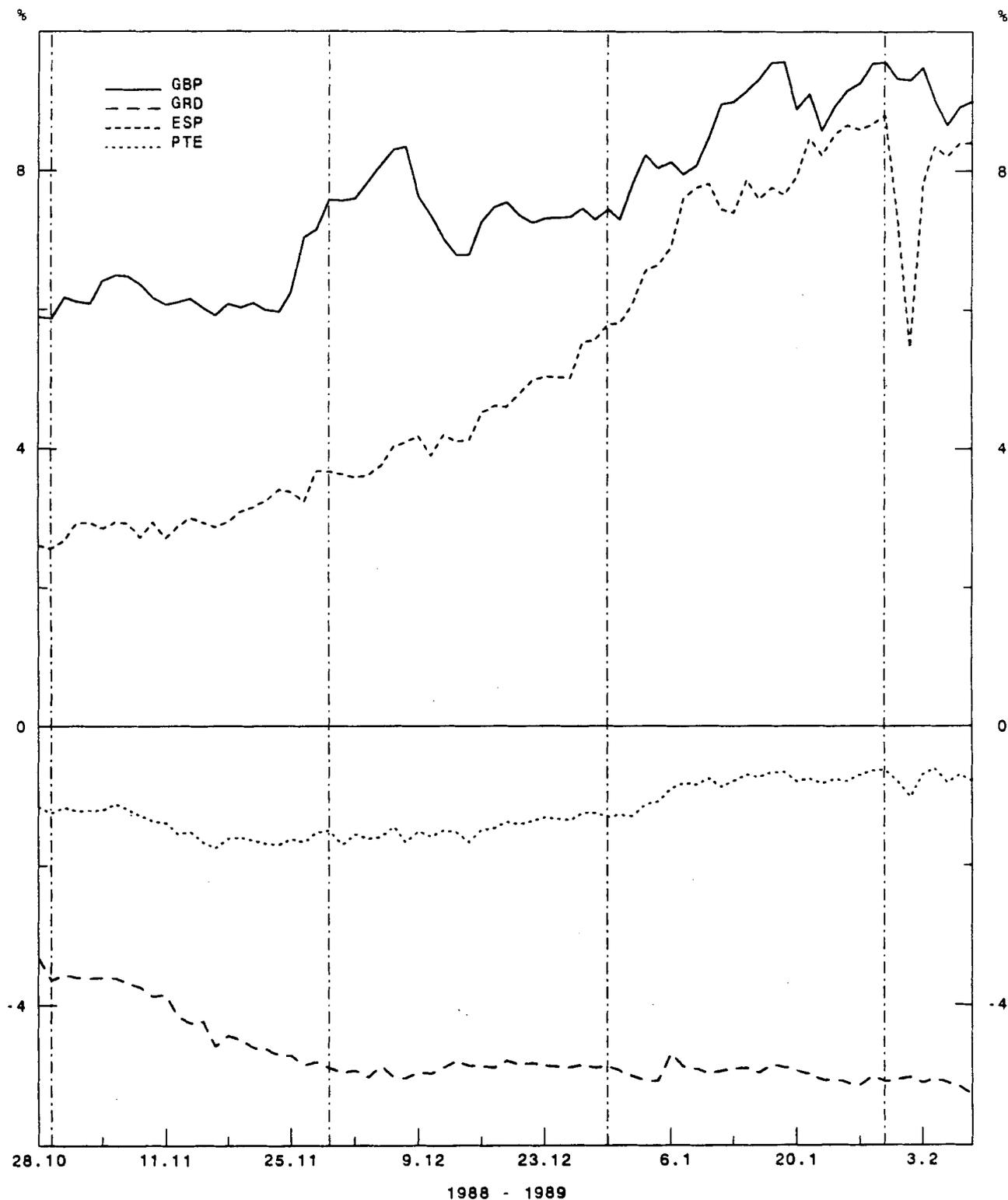
EVOLUTION OF THE DIVERGENCE INDICATOR*



* The divergence indicator provides a uniform measure of a currency's position in relation to its ECU central rate. The maximum divergence spread is the maximum percentage by which a currency's market rate against the ECU may appreciate or depreciate in relation to its ECU central rate; it is expressed as +/-100, the divergence threshold being +/-75. The data which has been used to draw this graph are the ECU rates against the different currencies, adjusted to eliminate the effect of the fluctuation of the Italian lira, the pound sterling and the Greek drachma outside the 2.5% margin against the other currencies participating in the EMS.

10.2.1989

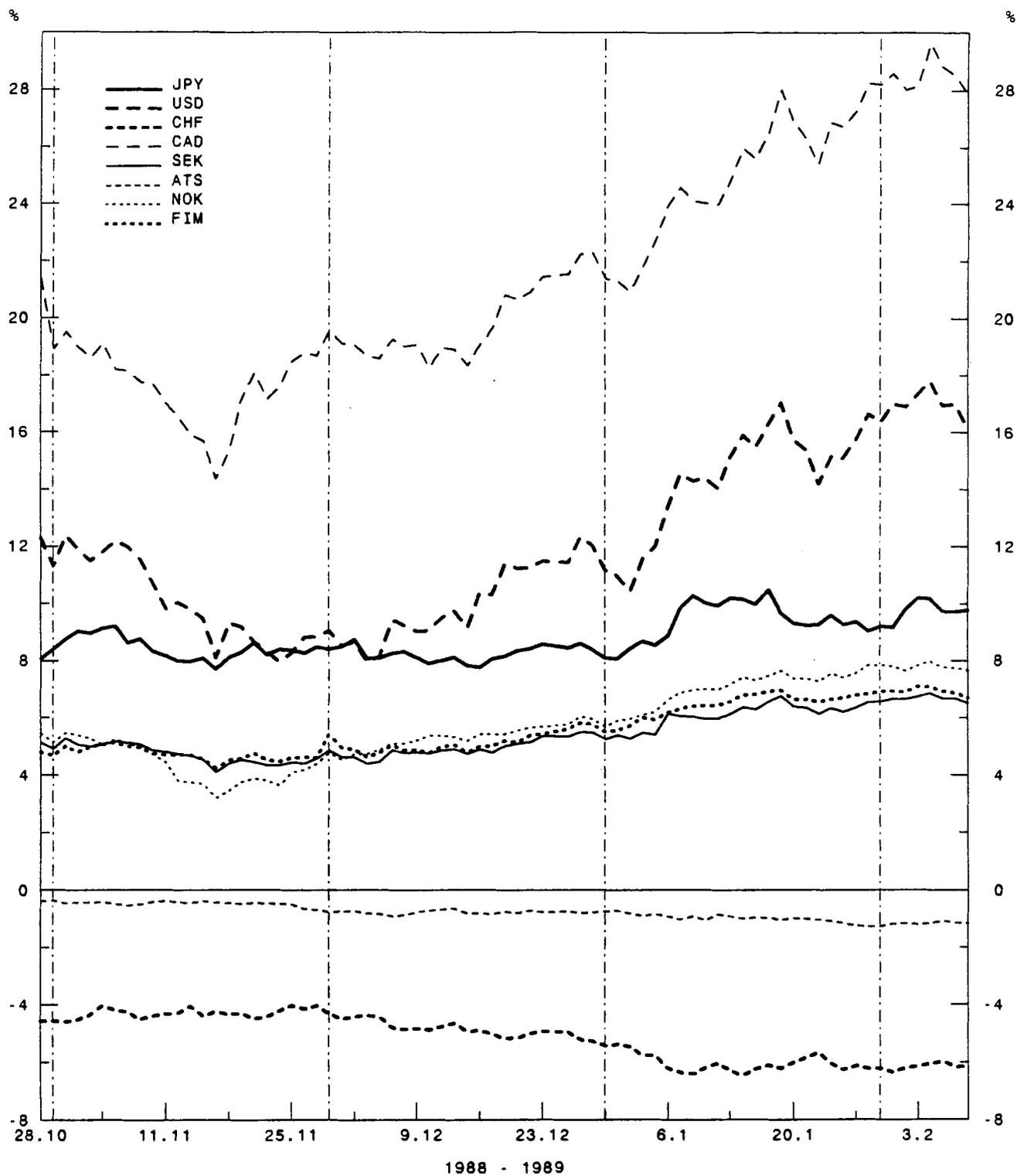
EVOLUTION OF THE POUND STERLING, THE GREEK DRACHMA, THE SPANISH PESETA AND THE PORTUGUESE ESCUDO, ON THE BASIS OF THE MARKET RATES PREVAILING ON 31ST DECEMBER 1987 AGAINST THE ECU*.



* GBP 0,696793; GRD 164,483; ESP 140,566; PTE 169,467.

10.2.1989

EVOLUTION OF THE CURRENCIES OF THE NON-EEC CENTRAL BANKS
PARTICIPATING IN THE CONCERTATION, ON THE BASIS OF THE EXCHANGE
RATES PREVAILING ON 31ST DECEMBER 1987 AGAINST THE ECU*



* USD 1,30335; CAD 1,69696; CHF 1,66503; JPY 158,292; SEK 7,55292; NOK 8,12378; ATS 14,5050; FIM 5,14172.

10.2.1989