

PROTOKOLL*

DER 227. SITZUNG DES AUSSCHUSSES DER PRÄSIDENTEN
DER ZENTRALBANKEN DER MITGLIEDSTAATEN
DER EUROPÄISCHEN WIRTSCHAFTSGEMEINSCHAFT
BASEL, DIENSTAG, 12. JULI 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 Maserà; der Präsident der Nederlandsche Bank, Herr Duisenberg, begleitet von den Herren Szász und Sillem; der Gouverneur der Banco de Portugal, Herr Tavares Moreira, begleitet von Herrn da Costa Pinto; 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 Costa, Mingasson und Dixon; der Sekretär des Währungsausschusses, Herr Kees; der Generaldirektor des Luxemburgischen Währungsinstituts, Herr Jaans.

* Endgültige, in der Sitzung vom 13. September 1988 gebilligte Fassung, die gegenüber dem Entwurf nur einige Änderungen redaktioneller Art aufweist.

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 Cook und die Herren Bockelmann und Dagassan.

Der Vorsitzende eröffnet die Sitzung mit dem Vorschlag, der Ausschuss solle versuchen, seine Diskussionen bis 11 Uhr abzuschliessen, damit die Notenbankpräsidenten und der Generaldirektor des Luxemburgischen Währungs-instituts eine informelle Sitzung mit Herrn Lamfalussy und Präsident Delors abhalten könnten, um die einzelnen Schritte zu prüfen, die zur Vorbereitung der Arbeitsaufnahme des vom Europäischen Rat in Hannover bestellten Ausschusses erledigt werden könnten.

I. Billigung des Protokolls der 226. Sitzung

Der Ausschuss billigt einstimmig das Protokoll der 226. Sitzung, wobei jedoch noch die vorgeschlagenen Änderungen redaktioneller Art in den endgültigen Text aufzunehmen sind.

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

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

A. Referat von Herrn Dalgaard

Die "Überwachungsgruppe" hat an ihrer Sitzung hauptsächlich die Entwicklung des Dollarkurses diskutiert. Der kräftige Anstieg dieses Kurses - um über 5 % im Juni - überraschte; er machte den Rückgang des 4. Quartals 1987 wett und brachte die amerikanische Währung wieder auf den Stand der ersten drei Quartale von 1987. Die Gründe für diesen Anstieg sind die starke Wachstumsrate in den Vereinigten Staaten, die Erhöhung der amerikanischen Zinssätze, die einigermaßen befriedigenden Handelsbilanzergebnisse in den letzten beiden Monaten und der Eindruck, dass die Behörden einen festeren Dollar durchaus in Kauf nehmen. In der ersten Juliwoche schwankte der Dollar und schwächte sich etwas ab, zog dann aber wieder leicht an.

Die Ansichten über die jüngste Entwicklung des Dollars gehen auseinander. Die Amerikaner sind der Meinung, ihre Währung sei noch anfällig, und die Zentralbanken sollten sie nicht nach unten drücken; die "Federal Reserve" tätigte daher vorsichtige Interventionen, in bescheidenem Umfang, mit dem Ziel, die Reserven wieder etwas aufzubauen. In Deutschland, und bis zu einem gewissen Grad auch in anderen europäischen Ländern, findet man, das Anziehen des Dollars laufe der Vernunft zuwider, es entspreche nicht den Grundelementen, insbesondere der Zahlungsbilanz und dem Inflationsgefälle, und es bestehe daher die Gefahr eines erneuten Kursverfalls. Andererseits könnte der Kursrückgang der D-Mark die Teuerung in Deutschland anheizen. Die Deutsche Bundesbank tätigte daher im Juni umfangreiche Dollarverkäufe im Betrag von rund 4,5 Mrd.; zu diesem Betrag kamen noch die Dollarverkäufe anderer europäischer Zentralbanken hinzu. Überdies stiegen die Zinssätze in Deutschland und einigen anderen Ländern. In Japan scheint man sich wegen der Schwäche des Yen keine grossen Sorgen zu machen; diese ist später eingetreten und war nicht so ausgeprägt wie die der D-Mark. Die Bank of Japan intervenierte daher nicht am Markt, und obschon die Marktzinssätze leicht anstiegen, wurden die amtlichen Zinssätze nicht angehoben.

Die "Überwachungsgruppe" hat aus ihrer Analyse der Dollarentwicklung einige Schlüsse gezogen:

- Die Koordination der Dollarinterventionen ist unbefriedigend; die Zentralbanken haben den Eindruck erweckt, sie seien über das Vorgehen am Markt unterschiedlicher Meinung; dies war beispielsweise am 28. Juni der Fall, als die konzertierten Dollarverkäufe einer Anzahl Zentralbanken von der "Federal Reserve" nicht fortgesetzt wurden;
- die Zinssatzerhöhung in den Vereinigten Staaten, die aus rein binnenwirtschaftlichen Gründen vorgenommen wurde, löste, vermittels ihrer Auswirkung auf die Wechselkurse, in den meisten europäischen Ländern eine Zinssatzerhöhung aus;
- auf kurze Sicht wird die Entwicklung des Dollars weiterhin stark durch die amerikanische Handelsbilanz beeinflusst werden, aber auf längere Sicht dürfte das Andauern eines hohen Leistungsbilanzdefizits den Dollar schwächen.

Im EWS-Wechselkursmechanismus traten keine Spannungen auf, aber die Positionen einiger Währungen änderten sich leicht. Die relative Schwäche der D-Mark zeitigte keine Auswirkungen in der Schwankungsmarge, sondern

äusserte sich in den bedeutenden Interventionen und in den erhöhten Zinssätzen. Die meisten anderen Währungen zeigten ein besseres Kursverhalten. Der holländische Gulden hatte einen einmaligen kurzen Schwächeanfall, dessen Ursache das Ansteigen der deutschen Zinssätze zu dem Zeitpunkt war, als der niederländische Geldmarkt zu liquide war, als dass die Zentralbank hätte mit Zinsmassnahmen eingreifen können. Die Lage normalisierte sich danach wieder; der holländische Gulden steht pari mit der D-Mark, und das Zinsgefälle ist praktisch Null. Auch der belgische Franc kam im Juni etwas unter Druck, als sich das Zinsgefälle reduzierte, weil die belgischen Zinssätze nicht angehoben wurden, um die Emission einer Staatsanleihe nicht zu erschweren. Danach wurden die Zinssätze jedoch erhöht, und der belgische Franc festigte sich. Der französische Franc blieb sehr fest; der Zustrom von Kapital, vor allem von langfristigem Kapital, bleibt bedeutend und betrifft sowohl die Obligationen als auch die Aktien, für die der Börsenindex wieder den Stand von vor Oktober 1987 erreicht hat, was nicht überall der Fall ist. Die Banque de France zog es vor, die Zinssätze zu halten oder zu senken, anstatt den Wechselkurs steigen zu lassen. Die dänische Krone festigte sich im Kursband; ursächlich dafür war das Andauern der Kapitalzuflüsse, die von den relativ hohen Zinssätzen angezogen wurden. Die Danmarks Nationalbank intervenierte mit einigen Käufen und senkte ihre Zinssätze. Auch die Marktsätze gingen zurück, so dass sich das Gefälle gegenüber den deutschen Sätzen innerhalb von zwei Monaten von 6 auf 4 Punkte verringerte. Die italienische Lira war stabil, ebenso die Zinssätze, und die Zentralbank intervenierte nur mit bescheidenen Käufen. Das irische Pfund profitierte von Kapitalzuflüssen und günstigen wirtschaftlichen Eckdaten, insbesondere Inflation und Zahlungsbilanz, die zur Festigung des Kurses beitrugen.

Zusammenfassend lässt sich sagen: Die Lage im EWS war ruhig, und die Zentralbanken haben ihre Entschlossenheit gezeigt, alle Instrumente einzusetzen - Position ihrer Währung im Kursband, Zinssätze und Interventionen -, um den Wechselkurs zu stabilisieren.

Das Pfund Sterling machte eine ziemlich hektische Entwicklung durch. Die Behörden bedienten sich häufig der Zinspolitik; nach drei Senkungen um je 1/2 Prozentpunkt im Mai wurden die Sätze zwischen Anfang Juni und Anfang Juli fünf Mal um 1/2 Prozentpunkt angehoben, um den Pfundkurs zu stabilisieren und vor allem um dem Inflationsdruck und den Anzeichen einer wirtschaftlichen Überhitzung entgegenzuwirken. Die spanische Peseta kam in den ersten drei Juniwochen unter Aufwertungsdruck, und die Banco de España

intervenierte mit einigen Devisenkäufen. Gegen Ende Juni schwächte sich die Peseta ab, aber da die spanischen Zinssätze immer noch hoch sind, sollte sich die Lage normalisieren. Die griechische Drachme und der portugiesische Escudo setzten ihre langsame und geordnete Abwertung fort, und über das gesamte erste Halbjahr 1988 hinweg sind diese beiden Währungen gegenüber der D-Mark praktisch stabil geblieben.

Wie aus Tabelle 3 der Konzertationsstatistiken hervorgeht, hat die Verwendung der privaten ECU zugenommen. In der Tat beliefen sich die Guthaben aller an der Konzertation teilnehmenden Zentralbanken Ende Juni 1988 auf über ECU 6,2 Mrd., gegenüber rund 4 Mrd. Ende Dezember 1987. Im Juni erhöhte die Banca d'Italia infolge der Emission einer Staatsanleihe in ECU ihre Guthaben deutlich, und die Central Bank of Ireland erwarb erstmals ECU.

B. Referat von Herrn Janson

Die Diskussion wurde vom jüngsten Kursaufschwung des Dollars beherrscht, der nahezu 10 % innerhalb von zwei Monaten erreichte. Kann eine solche Entwicklung als vereinbar mit den Louvre-Übereinkünften gelten, und wirft sie Probleme für den Zusammenhalt des EWS auf?

1. Die Louvre-Übereinkünfte

Obschon die Stellvertreter aus den Mitgliedsländern der Siebenergruppe über den schnellen Kursanstieg des Dollars besorgt sind, sind sie der Ansicht, dass dieser Anstieg und die differenzierten Reaktionen, die er auslöste, immer noch im flexiblen Rahmen der Louvre-Übereinkünfte liegen. Abweichende Auffassungen, die an den Märkten und in den Medien geäußert wurden, sind daher unbegründet.

Dessen ungeachtet halten es diese Stellvertreter nicht für angezeigt, die vereinbarten Vorkehrungen transparenter zu machen. Die Festsetzung und Veröffentlichung von Zielzonen würde die Spekulation erleichtern. Sie räumen jedoch ein, dass mangels formeller oder ausdrücklicher Kursziele die Glaubwürdigkeit der Vereinbarungen darauf beruht, ob sich die Teilnehmer über die zu erreichenden Ziele einigermaßen einig sind, und dass sie sichtbare, mit Entschlossenheit und Ausdauer durchgeführte konzertierte Aktionen erfordert. Die jüngste Entwicklung lässt aber in dieser Hinsicht zu wünschen übrig, vergleicht man sie mit den Aktionen, die am Anfang des Jahres durchgeführt wurden, als es darum ging, den Kurssturz des Dollars zu bremsen. Man kommt

nicht um die Feststellung herum, dass die erwünschte Übereinstimmung der Ansichten im Moment anscheinend nicht gewährleistet ist. In der gegenwärtigen Wahlkampfzeit begrüßen die amerikanischen Behörden offenbar einen starken Dollar, in der Hoffnung, dass damit eine weitere Zinserhöhung vermieden werden kann.

Die Stellvertreter stellen jedoch fest, dass die derzeitigen Eckdaten der Vereinigten Staaten, insbesondere die Leistungsbilanz, das Anziehen des Dollarkurses nicht nur kontra-indiziert, sondern auch ausserordentlich schlecht abgestützt erscheinen lassen.

Die deutschen Behörden ihrerseits erachten das Nachgeben des Kurses ihrer Währung sowohl aus binnen- als auch aus aussenwirtschaftlichen Gründen als nicht angebracht. Sie sind der Ansicht, die monetären Bedingungen in ihrem Land erforderten eine Verschärfung der Geldpolitik. Die Verteidigung des DM-Kurses könne daher nicht ausschliesslich mittels Interventionen erfolgen, wenn diese auch den Vorteil haben, dass sie die liquiditätssteigernden Auswirkungen der früher getätigten umfangreichen Dollarkäufe im Land ausgleichen.

Einige Stellvertreter befürchten, dass die Weiterführung einer Politik der allmählichen Festigung des DM-Kurses, im Gefolge des Anstiegs des Dollarkurses, schliesslich zu einer inkohärenten Lage führt, die einer Rückkehr zur Ruhe an den Märkten kaum förderlich ist. Auf jeden Fall läuft sie den früher gehegten Hoffnungen auf einen Rückgang der Zinssätze zuwider, der für die Weltwirtschaft als wünschenswert erachtet wird.

2. Zusammenhalt im EWS

Vom EWS aus gesehen haben die beobachtete Entwicklung und die ergriffenen Massnahmen - ob auf dem Gebiet der Interventionen oder der Zinssätze - bisher nicht zu Spannungen im System geführt. Die Banque de France und die Danmarks Nationalbank, die einen Zustrom von ausländischem Kapital verzeichnen, konnten ihre Zinssätze sogar etwas senken. Die Banque Nationale de Belgique sah sich genötigt, die ihren anzuheben, als sich das Zinsgefälle gegenüber der D-Mark verringerte, und zugunsten des Franc zu intervenieren.

Mehrere Stellvertreter bestehen jedoch auf der Notwendigkeit einer engen Koordinierung der unter den gegenwärtigen Umständen betriebenen Politik. Sie befürchten, dass ein stärkeres Anheben der Zinssätze in

Deutschland und massive Interventionen Probleme für das Funktionieren des EWS schaffen könnten.

Der Stellvertreter Grossbritanniens betonte, die aufeinanderfolgenden Erhöhungen des britischen Basiszinssatzes hätten sich darauf beschränkt, diesen Zinssatz auf seinen Stand von August 1987 zurückzuführen; sie hätten vorgenommen werden müssen, um dem Wunsch der britischen Behörden nach Stabilisierung des Pfundkurses zu entsprechen.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass sich die Notenbankpräsidenten einer heiklen Situation gegenübersehen, die eine Wahl der Ziele und der Instrumente erfordert:

- Soll der Kursanstieg des Dollars weiter gebremst werden?
- Ist der Zinssatz dafür das geeignete Instrument?
- Gibt es andere Lösungen?

C. Diskussion des Ausschusses

Herr de Larosière erklärt, Ende 1987 habe Frankreich über eine ziemlich breite Zinssatzmarge gegenüber seinen Nachbarn und somit über einige Möglichkeiten zur Verminderung dieser Marge verfügt; sie seien in zwei Schritten genutzt worden. Das erste Mal, Ende Mai, sei der Leitzinssatz um 1/4 Punkt gesenkt worden, aber dies sei durch eine Erhöhung der Pflichtreserven der Banken ausgeglichen worden. Anfang Juli hätten die gute Notierung des Franc und Kapitalzuflüsse eine Senkung um 1/4 Punkt des Reposatzes ("taux d'adjudication") gestattet. Die französischen Behörden hätten also umsichtig gehandelt, und es bestehe immer noch ein nicht vernachlässigbares Zinsgefälle gegenüber Deutschland; der Leitzinssatz liege bei 6,75 % und die Geldmarktsätze zwischen 7 und 7,25 %, die deutschen Sätze hingegen zwischen 4 und 4,5 %. Berücksichtige man das Inflationsgefälle zwischen den beiden Ländern, bleibe real gesehen ein positives Gefälle von etwa 1 1/2 Punkten gegenüber Deutschland, was angemessen scheine. Im übrigen seien die Eckdaten eher günstig: Die Regierung habe von Anfang an ihren Wunsch erklärt, die öffentlichen Finanzen weiterhin rigoros zu verwalten, was bei der Entscheidung für eine Zinssatzsenkung eine wichtige Rolle gespielt habe; die Geldmengenerweiterung sei mässig, alle Aggregate wüchsen langsamer, und die Zunahme von M2, dem Zielaggregat, liege weit unter der unteren Grenze der Zielvorgabe.

Herr Pöhl ist der Ansicht, die derzeitige Lage sei von den Herren Dalgaard und Janson sehr gut beschrieben worden, und es sei wenig hinzuzufügen. Er erinnert an seine Ankündigung, dass die Deutsche Bundesbank ihre Sätze anheben wolle, was inzwischen geschehen sei. Der Diskontsatz sei von 2,5

auf 3 % erhöht worden, der Satz für Pensionsgeschäfte sei zweimal angehoben worden, und die Geldmarktsätze seien um mehr als 1 Prozentpunkt gestiegen. Die Abwertung der D-Mark werde angesichts des riesigen Leistungsbilanzüberschusses Deutschlands als nicht sehr vernünftig beurteilt. Diese Zinspolitik und die umfangreichen Interventionen hätten sich nur wenig auf den Wechselkurs ausgewirkt. Der Wirtschaftsgipfel von Toronto habe offenbar unterschiedliche Ansichten über das angemessene Wechselkursgefüge bestehen lassen. Die Vereinigten Staaten befürworteten eher eine Dollaraufwertung, die im Kampf gegen den Inflationsdruck nützlich sei und eine Erhöhung der Zinssätze erspare, die ihrerseits den Dollar nur stärken könnte. Die Japaner hätten sich eher mit einer Beobachtung der Lage begnügt und schienen sich über den Kursrückgang des Yen und die Erholung des Dollars keine grossen Sorgen zu machen; sie könnten sich noch täuschen und sich einem wachsenden Inflationsproblem gegenübersehen. Der Notenbankgouverneur scheine diesbezüglich jedoch vorsichtiger zu sein als der Finanzminister.

Angesichts einer solchen Lage müsse man darauf achten, die Zinssätze nicht allzu sehr anzuheben und die geldpolitischen Zügel nicht allzu straff anzuziehen, denn dann würde man die Inlandsnachfrage dämpfen, die nicht überall sehr stark sei. In Deutschland zum Beispiel sei sie nicht sehr kräftig und werde überdies unter der Steuererhöhung leiden. Füge man dem noch die Abwertung der D-Mark hinzu, so ende man mit einer Förderung der Exporte und somit einer Entwicklung, die das Gegenteil von dem sei, was nötig wäre. Die Steuererhöhung sei in diesem Zusammenhang bedauerlich, auch wenn das offizielle Argument dafür sei, dass man wegen des im Rahmen der Gemeinschaft eingegangenen Haushaltskompromisses so vorgehen müsse. Man müsse hoffen, dass die Dollaraufwertung zum Stillstand komme, denn je mehr sich der Dollar aufwerte, desto grösser sei die Gefahr eines erneuten Kurssturzes, beispielsweise nach den amerikanischen Wahlen. Im übrigen habe die internationale Zusammenarbeit während der letzten Wochen nicht sehr gut funktioniert, und wenn die Märkte dies bemerkten, so werde die Glaubwürdigkeit der Louvre-Übereinkünfte um so mehr darunter leiden, als gewisse Versprechen nicht gehalten worden seien. Zum Beispiel jenes der Vereinigten Staaten, das Haushaltsdefizit zu senken (dieses werde 1988 höher sein als 1987), oder jenes Deutschlands, das die Inlandsnachfrage stimulieren sollte, während man mit der Steuererhöhung das Gegenteil tue.

Herr Ciampi erklärt, auch in Italien seien - aus binnen- und ausenwirtschaftlichen Gründen - die kurzfristigen Marktzinssätze gestiegen. Das weltweite Ansteigen der Zinssätze konnte in der Tat nicht ohne Einfluss

bleiben; andererseits wachse die Inlandnachfrage sehr stark, und das hohe Defizit des Staatshaushalts schaffe immer wieder ein Finanzierungsproblem. Das reale Wachstum übersteige 3 %, die Inlandnachfrage steige noch rascher an, und es entwickle sich ein Leistungsbilanzdefizit, das zwar noch nicht sehr beunruhigend sei: es könnte 1988 0,5 % des BIP ausmachen. Die Engagements der Banken stiegen sehr stark an, während ihre Mittel nur mässig zunähmen. Die Behörden insistierten darauf, dass die Banken ihre Lage eher durch vorsichtige Kreditvergabe als durch Zinserhöhungen wieder ins Gleichgewicht bringen sollten.

Auf Vorschlag der Banca d'Italia habe die italienische Staatskasse eine wichtige Neuerung eingeführt: Es handle sich um die Ausgabe von Schatzwechseln mittels eines Verfahrens öffentlicher Versteigerung, aber ohne dass wie vorher ein Mindest- oder Basissatz festgelegt werde. Es sei daher ein echtes Versteigerungsverfahren, in welches die Banca d'Italia nur eingreife, wenn sie es als nötig erachte, um die Kontrolle über die Liquidität zu behalten oder um Unordnung auf dem Markt zu vermeiden. Diese Neuerung betreffe die Schatzwechsel mit Laufzeit bis zu 3 Monaten, und die erste Versteigerung, die am gestrigen 11. Juli stattgefunden habe, habe ein leichtes Ansteigen der Zinssätze verzeichnet.

Herr Ciampi äussert seine Besorgnis über die Situation, die auf den Devisenmärkten entstanden ist. Die von den Herren Dalgaard und Janson geäusserten Meinungen werden von der Banca d'Italia geteilt, und wie Herr Pöhl gesagt habe, müsse auf Wahrung des Verantwortungsbewusstseins geachtet werden, damit nicht die ungenügende internationale Zusammenarbeit ihrerseits andere Bewegungen auslöse und ein allgemeines Ansteigen der Zinssätze stattfinde. Es bestehe die Gefahr, dass sich die Entwicklung der Devisenmärkte später auf das EWS und seine Zukunft auswirke. Eine enge Zusammenarbeit und eine ständige Konsultierung unter den Mitgliedern der Gemeinschaft scheine daher unerlässlich und könne auch bei den Entscheidungen der grossen internationalen Partner ausserhalb der EG ins Gewicht fallen.

Herr Leigh-Pemberton ruft in Erinnerung, dass die Bank of England schon seit einiger Zeit über das Niveau der Zinssätze im Vereinigten Königreich besorgt gewesen sei, das sie angesichts der monetären Situation im Land für zu niedrig hielt, sowie über den Kurs des Pfund Sterling, den sie als zu hoch erachtete. Da dieser Kurs gesunken sei, sei das Hindernis für eine Erhöhung der Zinssätze verschwunden, und diese seien in der Tat in fünf Schritten angehoben worden. Dies sei nötig gewesen, denn im Gegensatz zu

Deutschland, wo die Inlandnachfrage zu schwach sei, sei sie in Grossbritannien zu stark. Man brauche ja bloss das rasche Wachstum des Inlandkredits und die Verschlechterung der Leistungsbilanz anzusehen. Das Exportvolumen nehme zu, aber die Zunahme der Importe sei noch viel grösser und recht besorgniserregend, da sie bei den Konsumgütern stärker sei als bei den Investitionsgütern.

Herr Leigh-Pemberton schliesst sich den schon gefallenen Bemerkungen zur Zusammenarbeit bei den Wechselkursen an; er äussert jedoch einen kleinen Vorbehalt zur Bemerkung von Herrn Pöhl, der Gipfel von Toronto und die dort abgegebenen Erklärungen hätten seine Erwartungen nicht erfüllt. Eine fehlende wirksame Zusammenarbeit könne nämlich nicht durch Erklärungen ersetzt werden, und besser scheine es ihm, zu prüfen, wie man im Rahmen der früher, insbesondere anlässlich des Treffens der Siebenergruppe vom Dezember 1987, erklärten Politik vorgehen könne.

Herr Pöhl präzisiert, dass er nicht eine neue Erklärung fordere, die zweifellos der Sache der Zentralbanken nur wenig nützen würde, sondern bedaure, dass die Finanzminister, die in Toronto ein Paralleltreffen abhielten, den Eindruck erweckt haben, dass sie ein Anziehen des Dollars dulden würden oder gar wünschten. Der Markt habe daraus den Schluss gezogen, dass man den Dollar steigen lassen würde, und für diesen Fehler zahle man nun, beispielsweise mit höheren Zinssätzen.

Herr Doyle erklärt, es bestehe zur Zeit ein negatives Gefälle von 2,5 Punkten zwischen den irischen und den englischen Zinssätzen, was ein einmaliges Ereignis in der langen Geschichte der Handels- und Währungsbeziehungen zwischen den beiden Ländern sei. Man dürfe natürlich nicht vergessen, dass die irische Wirtschaft jetzt besser abschneide: die Teuerung sei auf eine Jahresrate von 1,8 % zurückgeführt worden, die Leistungsbilanz weise einen Überschuss von rund 3 % des BIP aus, und die öffentlichen Finanzen verbesserten sich deutlich, so dass das Defizit von 1988 zweifellos unter den Haushaltsprognosen liegen werde. Unter diesen Umständen sei es möglich gewesen, die Zinssätze zu drücken; man habe sie in den vergangenen neun Monaten um gute 6 Punkte senken können. Man wisse allerdings nicht, wie lange die irischen Zinssätze noch so deutlich unter den englischen und von deren Entwicklung abgekoppelt bleiben könnten.

Der Vorsitzende stellt fest, dass niemand mehr einen Kommentar abgeben möchte; da die Zentralbankpräsidenten vereinbart hätten, um 11.15 Uhr eine andere Sitzung mit Herrn Delors abzuhalten, frage er sich mit einem

Blick auf die Uhr, ob die Zeit nicht zu kurz sei, um den sehr interessanten Bericht der "Raymond-Gruppe" über die Entwicklung der öffentlichen Finanzen zu diskutieren, und ob es nicht klüger wäre, diese Diskussion auf die Septembersitzung zu verschieben.

Herr de Larosière schlägt vor, dass Herr Raymond doch wie gewohnt ein kurzes Referat halten soll und die Diskussion dann im September stattfindet.

Der Vorsitzende stimmt diesem Vorschlag zu.

III. Verabschiedung des Ausschussberichts an die EG-Finanzminister über die Entwicklung an den Devisenmärkten der 19 an der Konzertation teilnehmenden Länder im Juni und in den ersten Julitagen 1988

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

IV. Gedankenaustausch über die Entwicklung der öffentlichen Finanzen und deren Implikationen für die Geldpolitik

Der Vorsitzende bittet Herrn Raymond, die Note zu den öffentlichen Finanzen mündlich zu erläutern, und erinnert daran, dass die Diskussion der Notenbankgouverneure hierüber vereinbarungsgemäss in der nächsten Sitzung stattfinden wird.

Herr Raymond betont einleitend, dass die den Zentralbankpräsidenten zugeleitete Note eine regelmässige Arbeit der Expertengruppe darstellt; jährlich nimmt diese zur Julisitzung eine Aktualisierung der als Annex zu Sonderberichten der Jahre 1981 und 1982 erstellten Tabellen über die öffentlichen Finanzen und eine Analyse der neusten Entwicklung der öffentlichen Finanzen und der sich daraus für die Wirtschaftspolitik ergebenden Implikationen vor.

Das Jahr 1987 war in der Gemeinschaft als Ganzes von einem sehr leichten Rückgang sowohl der Ausgaben als auch des Finanzierungsbedarfs der öffentlichen Haushalte unter Einschluss der Sozialversicherungen geprägt. Dieses Gesamtergebnis sieht freilich weniger günstig aus, als vor 1987 erhofft worden war, denn wie gewöhnlich verbergen sich hinter diesem Gesamtbild sehr unterschiedliche Entwicklungen von Land zu Land.

Es besteht eine Ländergruppe, bei der das Defizit der öffentlichen Haushalte mindestens 6 % des Bruttosozialprodukts ausmacht, weshalb es theoretisch wegen seiner Grössenordnung längerfristig als nicht tragbar anzusehen ist. Nur drei Länder dieser Gruppe (Belgien, Irland und Spanien) vermochten 1987 eine deutliche Verbesserung herbeizuführen. In Spanien ist diese Verbesserung zudem auf einen Anstieg der Staatseinnahmen zurückzuführen, der auf Kosten der Gefahr einer konjunkturellen Überhitzung zustande kam. Geringe oder keine Fortschritte gab es in Italien, Griechenland, den Niederlanden (das unter dem Rückgang der Energiepreise leidet) und Portugal. So also stellt sich die kontrastreiche Situation in der Ländergruppe dar, die ein hohes Defizit der öffentlichen Finanzen aufweist.

In Grossbritannien und Frankreich, die ein im Verhältnis zum Sozialprodukt moderates Defizit verzeichneten, wurden Anstrengungen unternommen, dieses zu reduzieren, und Grossbritannien gelang es sogar, einen Überschuss in der Rechnung der öffentlichen Haushalte zu erzielen. In Dänemark und in Luxemburg hat sich der Überschuss bei den öffentlichen Finanzen ein wenig verringert, doch bleiben beide Länder im Plus.

Deutschland, das von allen Partnern gedrängt worden war, die Finanzpolitik als Instrument zur Stützung der Konjunktur einzusetzen, liess es zu, dass der Fehlbetrag der öffentlichen Haushalte in Relation zum Sozialprodukt um 1/2 Prozentpunkt zunahm, was vor allem darauf beruhte, dass die Steuereinnahmen schwächer zunahmen als das Bruttosozialprodukt.

Das Verhältnis der öffentlichen Verschuldung zum Sozialprodukt hat sich in der Gemeinschaft insgesamt weiter erhöht, wobei die neuen Defizite zur bereits bestehenden öffentlichen Verschuldung hinzukamen. In einigen Ländern ist diese Relation freilich gesunken. Einmal in jenen drei Ländern, deren öffentliche Haushalte einen Überschuss aufweisen, sowie - in sehr geringem Umfang - in Frankreich als Folge der Privatisierungserlöse.

Für das Jahr 1988 sind neue Massnahmen zur Sanierung der öffentlichen Finanzen in Aussicht genommen, so jedenfalls ist es den verkündeten Programmen zu entnehmen. Leider dürften einige Länder, deren Haushaltslage bereits äusserst ungleichgewichtig ist, hiervon kaum berührt werden. Immerhin ist auf zwei Erklärungen von Ausschussmitgliedern (Irland und Italien) hinzuweisen, die zeigen, dass in diesen Ländern sachgerechte Bemühungen im Gange sind.

In Deutschland erwartet man für 1988 eine erneute Verschlechterung der Relation Haushaltsdefizit/BSP um 0,5 %; im Jahr darauf sollte sich

- vor der dritten und letzten Phase der Steuerreform - keine Veränderung ergeben.

Die Lage insgesamt in der Gemeinschaft vermittelt einen zwiespältigen Eindruck. Mit einem Aspekt der Entwicklung bei den öffentlichen Finanzen muss man hingegen zufrieden sein, damit nämlich, dass, von Ausnahmen abgesehen, die Finanzierung des Defizits immer weniger durch direkte Kredite der Zentralbank an den Staat oder durch Auslandsverschuldung des Staates in Devisen erfolgt - eine Finanzierung, die in der Note als direkte Geldschöpfung bezeichnet wird. Mit anderen Worten: Der öffentliche Sektor stützt sich bei der Finanzierung seines Defizits immer mehr überwiegend oder sogar ausschliesslich auf den Wertpapiermarkt. Die aufgrund dieser monetären Analyse sich einstellende Befriedigung wird freilich durch die Tatsache nuanciert oder gedämpft, dass bei der Ausgabe neuer öffentlicher Schuldtitel eine Tendenz zu kürzeren Laufzeiten festzustellen ist. Diese Entwicklung stimmt nun allerdings mit dem verständlichen Verhalten der Anleger überein, von denen einige angesichts der Tatsache, dass die Nominalzinsen kaum mehr zurückgehen, sondern eher steigende Tendenz aufweisen, es vorziehen, sich lediglich kurzfristig zu engagieren. Bei allen Vorbehalten, die gegenüber einer kürzerfristigen Finanzierung angebracht sind, ist deshalb abschliessend festzustellen, dass sich 1987 in der Gemeinschaft der zwischen der Finanzpolitik und der Geldpolitik bestehende Konflikt entschärft hat.

Der Vorsitzende dankt Herrn Raymond für sein kurzes, sehr kondensiertes und gleichwohl äusserst substantielles Referat, diesbezüglich die Zentralbankpräsidenten in ihrer nächsten Sitzung einen Gedankenaustausch abhalten können.

V. Weiteres Vorgehen im Anschluss an die Tagung des Europäischen Rates vom 27. und 28. Juni 1988 in Hannover

Der Vorsitzende erklärt, dass dieser Punkt in der in einigen Minuten stattfindenden Sitzung der Zentralbankpräsidenten behandelt werden wird.

VI. Weitere Fragen innerhalb der Zuständigkeit des Ausschusses

Es liegen keine weiteren Fragen vor.

VII. Zeit und Ort der nächsten Sitzung

Die nächste Sitzung findet am Dienstag, dem 13. September 1988,
um 10 Uhr in Basel statt.

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

Juni 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 Juni und während der ersten Julitage 1988.

I. ENTWICKLUNG DER WECHSELKURSE

Die wichtigsten Geschehnisse auf den Devisenmärkten im Juni 1988 waren:

- Der US-Dollar gewann gegenüber den meisten Währungen weiter an Boden, wobei sich dieser Trend am Monatsende beschleunigte.
- Um den Anstieg des Dollars in Grenzen zu halten, tätigten die Zentralbanken konzertierte Interventionsverkäufe von Dollars, hauptsächlich gegen D-Mark.
- In den meisten europäischen Ländern wurden die Zinssätze angehoben.
- Erstmals seit Jahresbeginn schwächten sich der Yen und, noch deutlicher, das Pfund Sterling gegenüber den übrigen europäischen Währungen ab.

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

Der US-Dollar befestigte sich weiter, wobei sich der Anstieg in der zweiten Monatshälfte verstärkte. Der Dollar profitierte von der am 14. Juni erfolgten Veröffentlichung der US-Handelsstatistiken für April sowie von Berichten über die Binnenwirtschaft, aus denen eine Abschwächung des Inflationsdruck hervorzugehen schien. Ferner deuteten das Kommuniqué des Gipfeltreffens von Toronto wie auch die begleitenden Erklärungen mehrerer Behördenvertreter darauf hin, dass die Währungsbehörden der Siebenergruppe einen weiteren Kursanstieg des Dollars tolerieren würden. Gegen Ende des Monats verkauften eine Reihe von Zentralbanken, insbesondere die Deutsche Bundesbank und die Federal Reserve Bank, Dollars gegen D-Mark, um den Anstieg des Dollars zu begrenzen. Der Dollar schloss den Monat mit Kursgewinnen von 5 1/2 % gegenüber der D-Mark und 6 3/4 % gegenüber dem Yen.

Das EWS blieb stabil. Im Gefolge des Kursanstiegs der dänischen Krone und des irischen Pfunds kam es zu einigen Verschiebungen bei den relativen Positionen der Währungen; die dänische Krone setzte sich an den oberen Rand des Kursbandes, mit einem etwas grösseren Abstand zum belgischen Franc.

Die D-Mark hat sich uneinheitlich entwickelt: Gegenüber dem Dollar verlor sie trotz zeitweise umfangreicher Dollarabgaben der Bundesbank 5,2 % an Wert. Im EWS hat sie demgegenüber leichte Kursgewinne gegenüber den meisten anderen Währungen verbuchen können. Auch gegenüber dem Pfund Sterling und dem japanischen Yen verbesserte sie ihre Position. Insgesamt - gegenüber 14 wichtigen Industrieländern - verschlechterte sich ihr Aussenwert jedoch um 0,4 %. An den Geld- und Kapitalmärkten stiegen die Zinssätze an. Die Bundesbank erhöhte ihren Reposatz in zwei Schritten von jeweils 1/4 Prozentpunkt auf 3,75 % und am 30. Juni ihren Diskontsatz von 2 1/2 auf 3 %. Der Zinsanstieg blieb ohne sichtbare Auswirkung auf die Bewertung der D-Mark an den Devisenmärkten.

Der französische Franc bewegte sich in einer engen Bandbreite und profitierte weiterhin von Käufen Gebietsfremder, die mit den attraktiven Bedingungen am französischen Anleihemarkt zusammenhingen. Diese feste Notierung wurde noch durch die Ankündigung eines geringen Anstiegs der Einzelhandelspreise (+ 0,2 %) im Mai und eines auf FF 1,4 Mrd. begrenzten Handelsbilanzdefizits im Mai gefördert, während die Verringerung des Gefälles der kurzfristigen Zinssätze gegenüber den wichtigsten europäischen Währungen am Ende des Berichtsmonats ohne Wirkung blieb.

Wegen der hohen Liquidität am Geldmarkt gingen die kurzfristigen Guldenzinssätze im Laufe des Monats beträchtlich zurück. Infolgedessen schwächte sich der holländische Gulden gegenüber allen EWS-Währungen ab. Die Nederlandsche Bank verkaufte US-Dollars und machte den Zinsanstieg im Ausland teilweise mit, indem sie mit Wirkung vom 1. Juli ihren Diskont- und ihren Lombardsatz um je 1/4 Prozentpunkt auf 3 1/2 bzw. 4 % anhob.

Der belgische Franc notierte am Monatsanfang noch recht stabil, schwächte sich aber in der zweiten Monatshälfte stetig ab; ursächlich dafür war hauptsächlich die Verschlechterung des Zinsgefälles gegenüber den wichtigsten Fremdwährungen. Die Banque Nationale de Belgique musste ihre Währung wiederholt mit Interventionen stützen. Am 30. Juni ergänzte die Bank ihr Vorgehen, indem sie die allgemeinen Zinserhöhungen mitmachte und ihren Diskont- und ihren Lombardsatz um je 1/4 Prozentpunkt auf 6,75 bzw. 7 % anhob.

Die dänische Krone festigte sich weiter und schloss den Monat als die stärkste Währung im EWS. Angesichts der starken Krone intervenierte die Danmarks Nationalbank mit einigen Devisenkäufen und senkte am 16. Juni ihre Sätze für Kredite und Einlagen um je 1/4 Prozentpunkt auf 8 3/4 bzw. 8 %.

Das irische Pfund konnte in der ersten Monatshälfte mit anhaltenden umfangreichen Interventionskäufen relativ stabil im EWS gehalten werden. Danach festigte sich das irische Pfund infolge von anhaltenden Devisenzuflüssen so weit, dass es sich dem oberen Rand des EWS-Kursbands näherte, was in Kauf genommen wurde. Während des restlichen Monats wurde es in einer engen Bandbreite gehandelt.

Die italienische Lira verbesserte ihre Position im EWS leicht. Die Banca d'Italia war am Devisenmarkt netto Käufer, da die DM-Käufe die Dollarverkäufe überstiegen.

Das Pfund Sterling erlitt starke Einbussen, insbesondere nach der Veröffentlichung eines Rekorddefizits der britischen Handelsbilanz vom Mai. Obschon die Eckzinssätze der Clearingbanken in vier Schritten um jeweils 1/2 Prozentpunkt angehoben wurden (bis auf 9 1/2 %), erfolgten die Rückflüsse in den Dollar, die durch das niedrigere US-Handelsbilanzdefizit vom April ausgelöst wurden, vor allem zu Lasten des Pfund Sterling. Der Index des gewogenen Aussenwerts ging um 3,4 auf 75,2 zurück (1975 = 100).

Die griechische Drachme schwächte sich gegenüber dem US-Dollar um 5,6 % ab, gegenüber dem Pfund Sterling hingegen legte sie 2,2 % zu.

Gegenüber der ECU notierte die Drachme nahezu unverändert; ihr gewogener Aussenwert ging um 0,4 % zurück.

Die spanische Peseta notierte während fast des ganzen Monats fest; ursächlich dafür waren anhaltende Kapitalzuflüsse, die in der zweiten und dritten Juniwoche dazu führten, dass der Banco de España beträchtliche Devisenkäufe tätigte. In den letzten beiden Wochen schwächte sich dieser Trend jedoch ab. Gegenüber der EG-Währungen schloss die Peseta im gewogenen Durchschnitt um 0,5 % tiefer.

Der portugiesische Escudo wertete sich im gewogenen Durchschnitt um 0,3 % ab, was mit der von den Behörden festgelegten Wechselkurspolitik in Einklang stand. Wegen der Erholung des US-Dollars in der zweiten Monatshälfte büsste der Escudo gegenüber dieser Währung 5,5 % ein.

Der Schweizer Franken verlor gegenüber dem US-Dollar 4,6 % an Wert. Gegenüber den meisten europäischen Währungen festigte er sich um rund 1 %. Am inländischen Geldmarkt stiegen die Zinssätze für alle Laufzeiten um 1/2 Prozentpunkt. Angesichts der Markttendenz wurde der Lombardsatz mit Wirkung ab 1. Juli um 1/2 Prozentpunkt auf 4 1/2 % angehoben. Der Diskontsatz blieb vorläufig unverändert, da - infolge der Einführung neuer Liquiditätsvorschriften - die Diskontpolitik grundlegend überarbeitet wird.

Der österreichische Schilling schwächte sich im Juni gegenüber dem US-Dollar um 5,4 % ab; die Monatsamplitude betrug 6,7 %. Gegenüber der D-Mark schwankte der Schilling lediglich um 0,1 %. Zinsbedingt kam es zu Abflüssen in das Ausland. Im Einklang mit entsprechenden Massnahmen anderer europäischer Notenbanken wurde der Diskontsatz mit Wirkung vom 1. Juli um 1/2 Prozentpunkt auf 3,5 % erhöht. Ferner wurde der Geldmarktsatz für kurzfristige Offenmarktgeschäfte per 22. Juni um 1/4 Prozentpunkt auf 3 7/8 % angehoben.

Die schwedische Krone blieb im Juni fest. Die Riksbank verkaufte in der ersten Juniwoche Devisen, da Marktteilnehmer, grossenteils ausländische Banken, einen Teil ihrer offenen Fremdwährungspositionen deckten. Der Währungsindex schwankte zwischen 130,39 und 130,90.

Die anhaltend feste Notierung der norwegischen Krone und eine geringere Kreditexpansion ermöglichten eine weitere Senkung des Tagesgeldsatzes der Norges Bank um 0,5 Prozentpunkte auf 12,8 % mit Wirkung vom 10. Juni. Später verzeichnete der Währungsindex relativ starke Schwankungen, und die Notenbank intervenierte mehrmals, um den Markt zu stabilisieren.

Gegen Ende des Monats schwächte sich die Krone ab und notierte im gewogenen Durchschnitt um etwa 1 % tiefer.

Der gewogene Aussenwert der Finnmark ging um rund 1 % zurück. Das Zinsgefälle gegenüber den wichtigsten Währungen verringerte sich weiter.

Der kanadische Dollar notierte am Monatsende gegenüber dem US-Dollar um über 2 % fester, und sein gewogener Aussenwert stieg um beinahe 3 %. Gefördert durch gute Ergebnisse der kanadischen Wirtschaft und ein beträchtliches Zinsgefälle im kurzfristigen Bereich, das auf kanadische Dollar lautende Wertpapiere für ausländische Anleger sehr interessant machte, zog der kanadische Dollar während fast des ganzen Monats an. Dies führte zu sehr bedeutenden Nettokäufen von US-Dollars. Gegen Ende des Monats gab er etwas nach; in dieser Kursänderung spiegelte sich die verbreitete Stärke des US-Dollars gegenüber den wichtigsten Fremdwährungen wider.

Der japanische Yen schwächte sich vor allem gegen Monatsende gegenüber dem US-Dollar erheblich ab; per saldo büsste er ungefähr 6 % ein. Der Kursrückgang des Yen war hauptsächlich auf aktive Dollarkäufe von Spekulanten im Ausland und von inländischen institutionellen Anlegern vor dem Hintergrund der besseren US-Zahlungsbilanz zurückzuführen. Ebenso schwächte sich der Yen gegenüber der ECU um 0,7 % ab; ursächlich dafür war die Glattstellung von Hausse-Positionen in Yen gegenüber der D-Mark.

II. INTERVENTIONEN

A. Interventionen in US-Dollar

Im Juni tätigten die Zentralbanken Nettoverkäufe in Höhe von US-\$ 0,2 Mrd., verglichen mit Nettokäufen von US-\$ 3,3 Mrd. im Mai. Die Bruttokäufe beliefen sich auf US-\$ 4,6 Mrd., wobei die Bank of Canada und in einem geringeren Umfang der Banco de España die bedeutendsten Käufer waren. Die zumeist auf koordinierter Basis durchgeführten Bruttoverkäufe betrugen US-\$ 4,8 Mrd.; die wichtigsten Verkäufer waren eine Reihe von europäischen Zentralbanken (namentlich die Deutsche Bundesbank) und die Federal Reserve Bank of New York.

B. Interventionen in Gemeinschaftswährungen und privater ECU

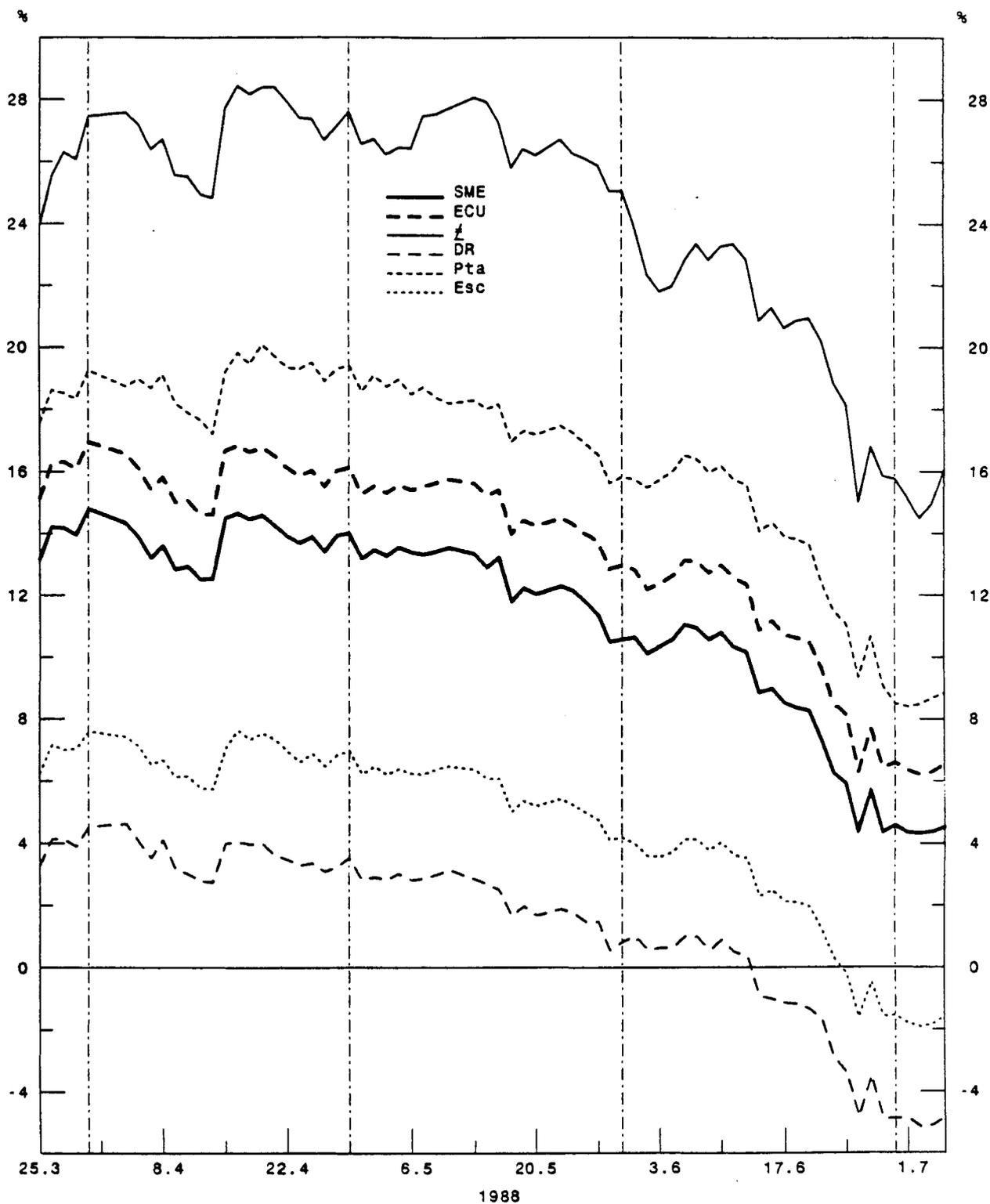
Die von EG-Zentralbanken in EWS-Währungen und ECU durchgeführten Interventionen beliefen sich auf umgerechnet US-\$ 2,6 Mrd., verglichen mit

US-\$ 4,3 Mrd. im Mai. Diese Interventionen bestanden grossenteils aus DM-Käufen des Banco de España, der Banca d'Italia, der Danmarks Nationalbank und der Central Bank of Ireland.

III. ENTWICKLUNGEN IM LAUFENDEN MONAT (BIS 8. JULI)

Der Dollar pendelte nahe bei seinem Kurs von Ende Juni, verzeichnete jedoch gegenüber dem Yen stärkere tägliche Schwankungen als gegenüber der D-Mark, deren Kurs durch regelmässige Interventionen der Bundesbank unter Kontrolle gehalten wurde. Das Pfund Sterling hat sich - stimuliert durch eine erneute Anhebung der Eckzinsen um 1/2 % (auf 10 %) - gefestigt; auch der Yen notierte stärker. Im EWS hielt die Stabilität an.

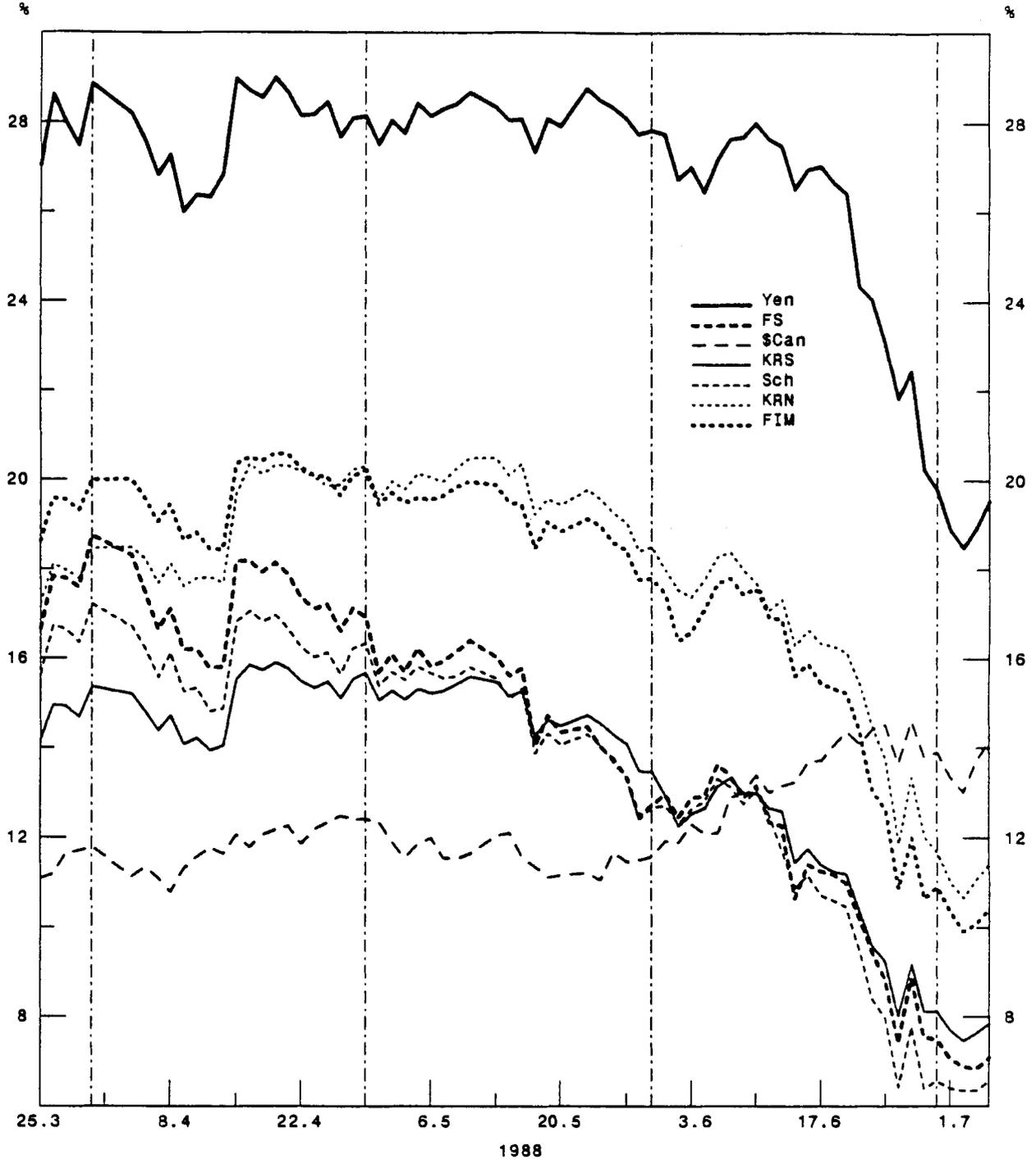
EVOLUTION DE L'ECU, DU COURS MEDIAN DES MONNAIES PARTICIPANT AU
MECANISME DE CHANGE DU SME ET DES MONNAIES DES BANQUES CENTRALES DE
LA CEE NE PARTICIPANT PAS A CE MECANISME, SUR LA BASE DES COURS
RELEVES LE 31 DECEMBRE 1986 VIS-A-VIS DU \$EU*



* Voir page suivante.

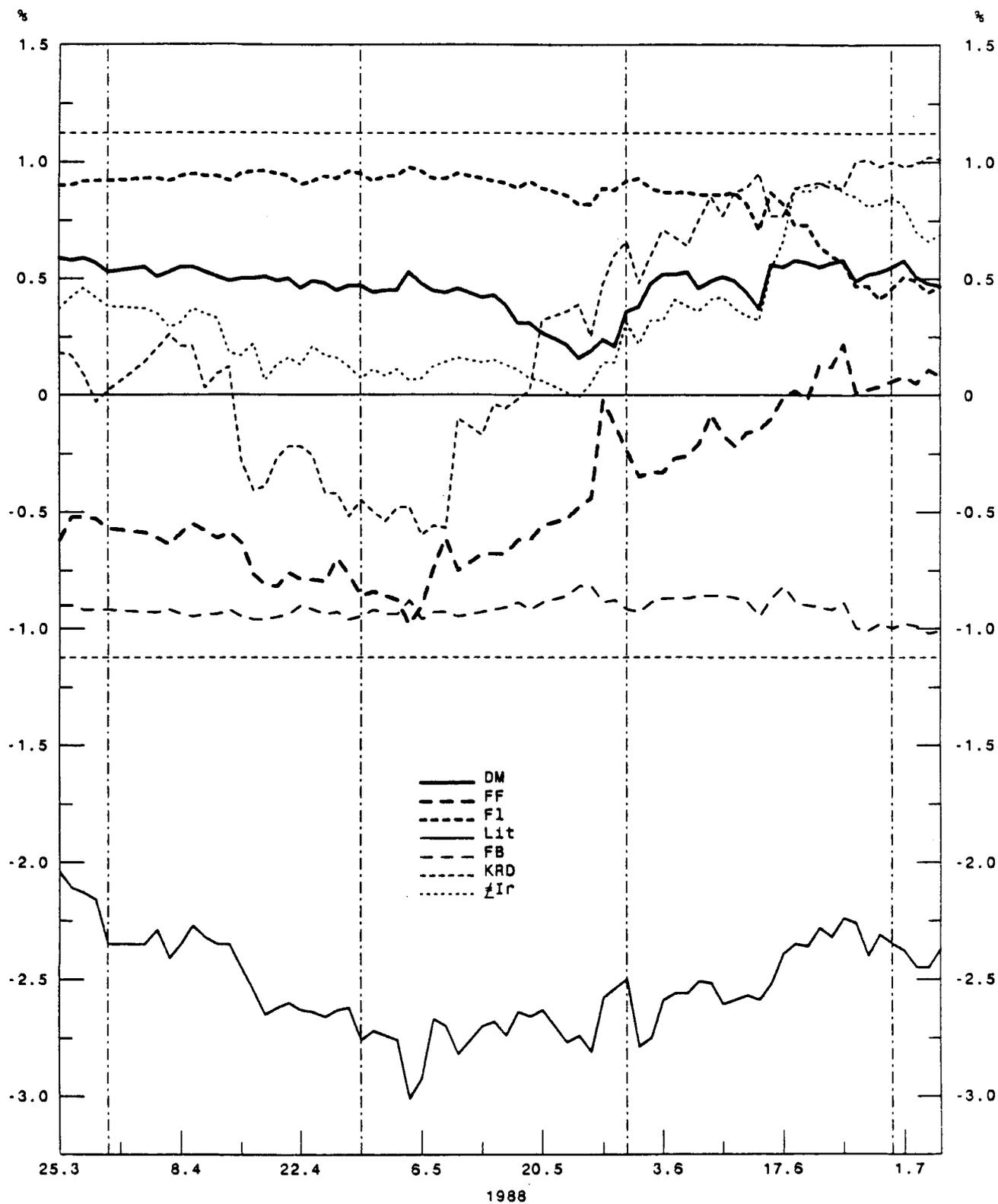
8.7.1988

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



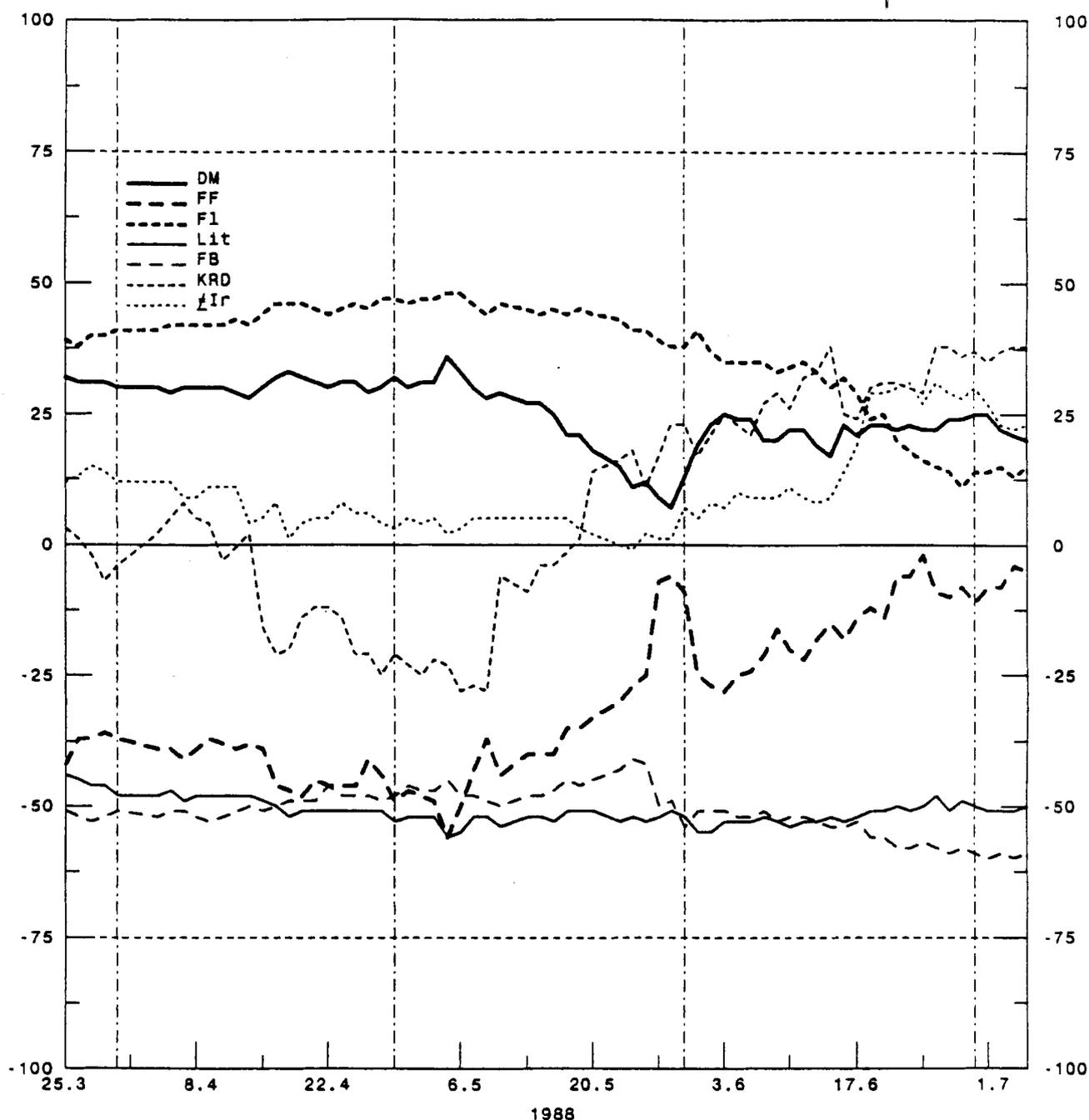
* ECU 0,93425; £ 0,6773; DR 138,7601; PTA 131,8700; ESC 146,0995;
FIM 4,7925; \$Can 1,3805; FS 1,6215; Yen 159,7993; KRS 6,7750; KRN 7,3975;
Sch 13,6520; cours médian des monnaies participant au SME 0,92913. Le
cours médian des monnaies participant au SME représente la moyenne jour-
nalière des cours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

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



8.7.1988

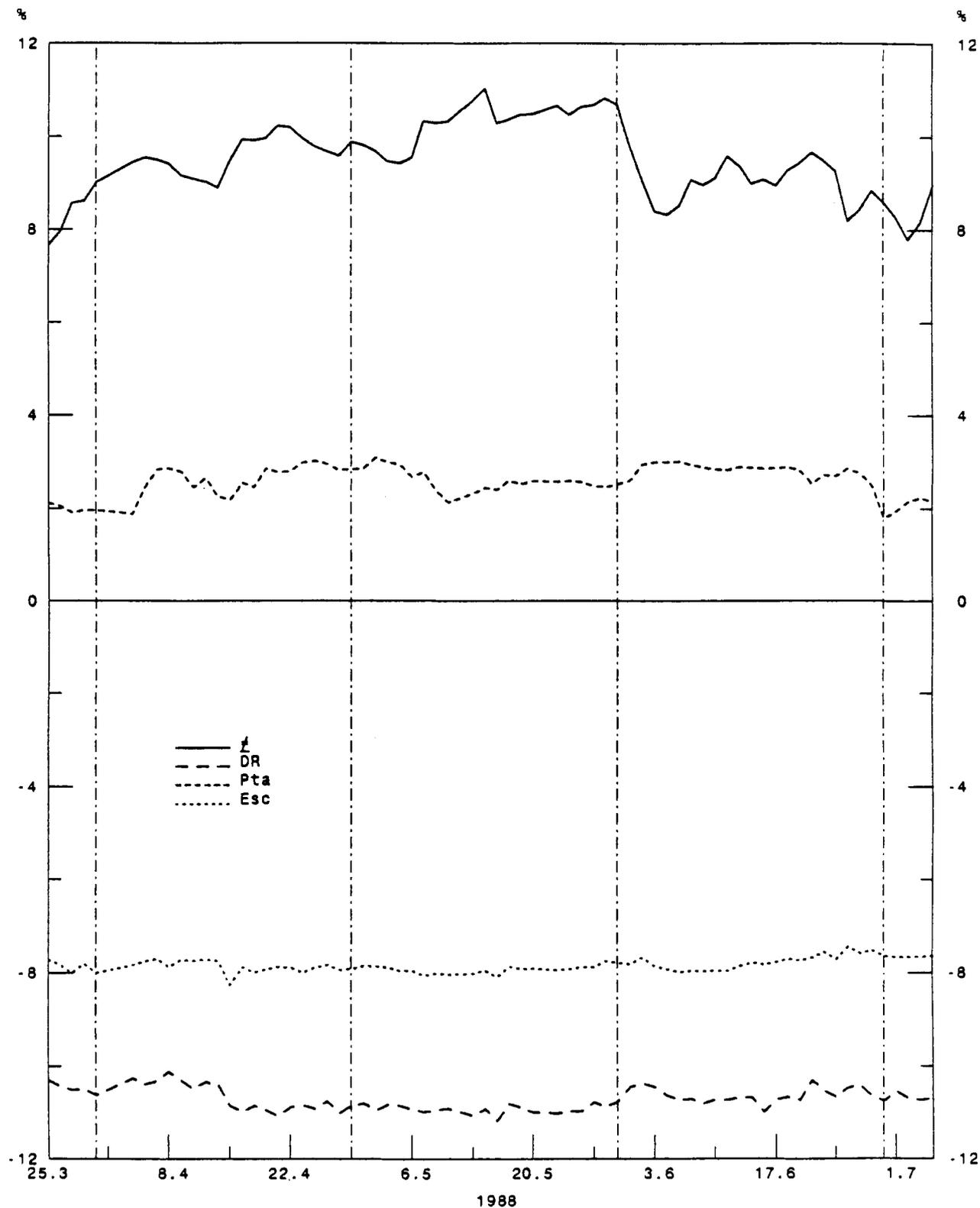
EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE*



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

8.7.1988

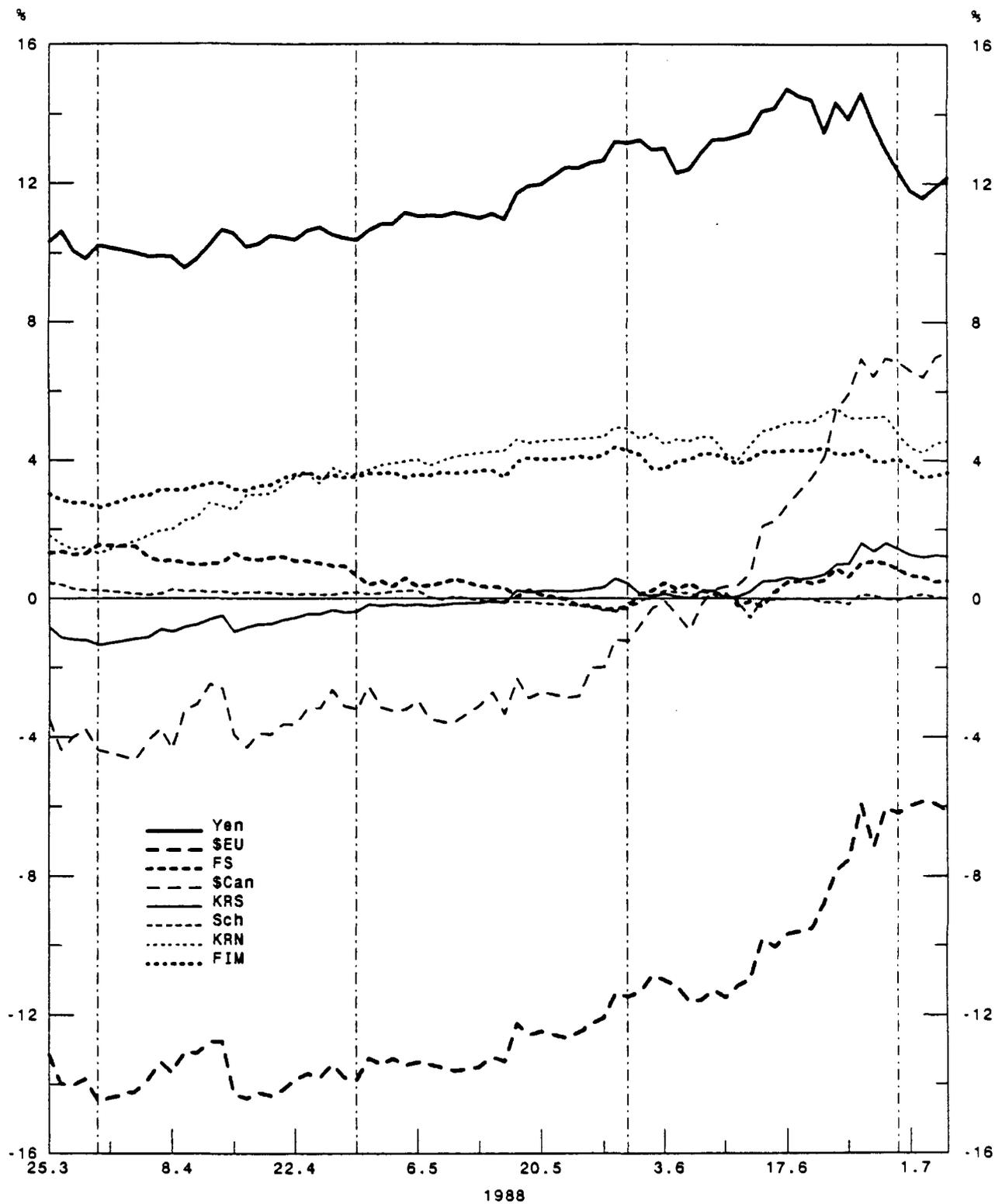
EVOLUTION DE LA LIVRE STERLING, DE LA DRACHME, DE LA PESEÑA ET DE
L'ESCUDO PAR PAPPORT A L'ECU SUR LA BASE DES COURS DU MARCHÉ
RELEVÉS LE 31 DECEMBRE 1986*



* £ 0,724942; DR 148,526; PTA 141,151; ESC 158,382.

8.7.1988

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.

8.7.1988