

PROTOKOLL *
DER 230. SITZUNG DES AUSSCHUSSES DER PRÄSIDENTEN
DER ZENTRALBANKEN DER MITGLIEDSTAATEN
DER EUROPÄISCHEN WIRTSCHAFTSGEMEINSCHAFT
BASEL, DIENSTAG, 13. DEZEMBER 1988, 9.30 UHR

Anwesend sind: der Gouverneur der Banque Nationale de Belgique und Ausschussvorsitzende, 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 Schlesinger 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 Santini; der Präsident der Nederlandsche Bank, Herr Duisenberg, begleitet von den Herren Szász und Brockmeijer; 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 Herrn Price; der Generaldirektor für Wirtschaft und Finanzen der Kommission der Europäischen Gemeinschaften, Herr Costa, begleitet von Herrn Mingasson; der Generaldirektor des Luxemburgischen Währungsinstituts, Herr Jaans; der Sekretär des Währungsausschusses, Herr Kees. Zugegen ist ferner Herr Dalgaard, Vorsitzender der Expertengruppe. 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, mit dem Entwurf identische Fassung, die in der Sitzung vom 14. Februar 1989 gebilligt wurde.

I. Billigung des Protokolls der 229. Sitzung

Der Ausschuss billigt einstimmig das Protokoll der 229. Sitzung, vorbehaltlich einiger Änderungen redaktioneller Art, die in der endgültigen Fassung Berücksichtigung finden.

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

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

A. Referat von Herrn Dalgaard

Die markanteste Entwicklung der jüngsten Zeit war die Schwäche des Dollars im Oktober und in der ersten Novemberhälfte. Der Dollar büsste in dieser Zeit gegenüber der D-Mark 8 % ein. Und diese Einbusse kam trotz einer Vergrößerung des Zinsgefälles zugunsten des Dollars zustande. Im Lauf der zweiten Novemberhälfte stabilisierte sich der Dollar, und Anfang Dezember gab es gar Anzeichen einer leichten Festigung. Per saldo notierte indes der Dollar Anfang Dezember höher als im Mai 1988 und lag 10 % über dem Ende 1987 verzeichneten tiefsten Stand. Die Zentralbanken reagierten auf die Talfahrt des Dollars mit Käufen, die sich im November auf rund US-\$ 8 Mrd. beliefen, wovon US-\$ 2 Mrd. auf die "Fed" und US-\$ 2,5 Mrd. auf die Bank von Japan entfielen. Die Deutsche Bundesbank kaufte etwa US-\$ 350 Mio., und sie verkaufte geringfügige Beträge Anfang Dezember, als der Dollar sich leicht festigte. Offenbar war jedoch der Einfluss der Bundesbank auf den Dollarkurs im November sehr viel stärker, da sie eine Zunahme ihrer Netto-devisenreserven um DM 3 Mrd. in Kauf nahm. Seither haben diese wieder um rund DM 1,5 Mrd. abgenommen, nachdem Dollareinkünfte an den Markt gegeben wurden. Diese Politik beruht auf der Vorstellung, dass sich die Anpassung in der falschen Richtung entwickelt. In der Tat haben im zweiten Halbjahr 1988 die Exportüberschüsse Deutschlands wieder zuzunehmen begonnen, insbesondere gegenüber den europäischen Ländern, aber seit kurzem auch gegenüber den Vereinigten Staaten. Eine solche Entwicklung ist nicht erwünscht und führt dazu, dass die Bundesbank die Abwertung der D-Mark bekämpft. Die Experten sind der Ansicht, dass die Anpassung in den USA Zeit brauchen wird

und ein Wiederanziehen des Dollars ungünstig für diesen Prozess wäre. Es scheint jedoch angesichts des Fortbestehens grundlegender Probleme in den USA wenig wahrscheinlich, dass sich der Dollar auf Dauer festigt. Im übrigen scheinen die amerikanischen und japanischen Behörden nicht sonderlich besorgt über die derzeitige Lage zu sein, obschon die Statistiken bestätigen, dass der Anpassungsprozess auch zwischen den Vereinigten Staaten und Japan zum Stillstand gekommen ist.

Im EWS war die Lage ruhig; eine Leitkursanpassung in nächster Zukunft wird ganz offensichtlich nicht erwartet. Man ist sich jedoch im klaren darüber, dass die jüngste starke Zunahme des deutschen Handelsbilanzüberschusses gegenüber den anderen EG-Ländern zu Spannungen im Wechselkursmechanismus führen könnte, wenn diese Entwicklung allzu lange andauert. Die Experten haben ferner zur Kenntnis genommen, dass die Devisenmärkte heutzutage nicht nur durch die Handelsbilanzen, sondern vielleicht noch mehr durch den ständig wachsenden Kapitalverkehr beeinflusst werden. Letzterer kann die Defizite der Leistungsbilanzen selbst über längere Zeiträume hinweg neutralisieren, aber eine derartige Finanzierung der Defizite hat Folgen für das Zinsgefälle. Andererseits werden dadurch, dass die letzte Leitkursanpassung fast zwei Jahre zurückliegt, die Erwartungen hinsichtlich einer Paritätenänderung eher gesteigert, und das könnte eine weitere Erhöhung des Zinsgefälles bewirken.

Die italienische Lira notierte in letzter Zeit fest; ursächlich dafür war insbesondere ein durch inländische Faktoren begründetes Ansteigen der Zinssätze. Im Oktober nutzte die Banca d'Italia diesen festen Kurs zu Devisenkäufen, aber im November wurden diese Käufe reduziert, um die Auswirkungen auf die Inlandsliquidität zu begrenzen. Die Lira hat ihre Position innerhalb des Fluktuationsbandes verstärkt und notiert sehr nahe am engen Band. Wenn auch die am 1. Oktober 1988 eingeführten Massnahmen zur Liberalisierung des Kapitalverkehrs keine entscheidende Wirkung zeitigten, so haben sie doch insofern eine Rolle gespielt, als die private Kreditaufnahme im Ausland zum Zweck der Finanzierung von Käufen ausländischer Wertpapiere zugenommen hat. In Dänemark ist die am 1. Oktober 1988 erfolgte vollständige Liberalisierung des Kapitalverkehrs ohne nennenswerte Wirkung geblieben. In Irland hatte die Ankündigung von Liberalisierungsmassnahmen Ende Oktober/Anfang November zu einem Ansteigen der Anleihezinsen geführt; seither sind diese Sätze wieder auf ihren vorherigen Stand zurückgefallen. In Deutschland steigen die Zinssätze wieder an: die Anleihezinsen seit Anfang November,

die Geldmarktzinsen seit Ende November. Dies führte zu einer Verminderung der Zinsdifferenzen gegenüber den Währungen mehrerer Länder wie Belgien, Dänemark, Frankreich, Italien und der Niederlande. Im letztgenannten Land, wo die Märkte sehr empfindlich auf geringste Schwankungen des Zinsgefälles gegenüber der D-Mark reagieren, veranlasste dessen Entwicklung die Zentralbank, zur Stützung ihrer Währung zu intervenieren, bevor sich die inländischen Zinssätze dem neuen Niveau der deutschen Sätze anpassten. Der französische Franc blieb trotz der Verminderung des Zinsgefälles gegenüber der D-Mark und sozialer Spannungen stabil. In Grossbritannien wurde der Kampf gegen die Inflation mit einer erneuten Anhebung der Zinssätze fortgesetzt; dies führte zu Kursgewinnen des Pfund Sterling, die mittels einiger Interventionen in Grenzen gehalten wurden. Anzumerken ist, dass die Parität Pfund/D-Mark seit März 1988 in einer engen Schwankungsbreite verblieben ist (DM 3,10-3,25 für 1 Pfund).

Die spanische Peseta festigte sich wegen des relativ hohen, durch die beschleunigte Teuerung gerechtfertigten Zinsniveaus weiter. Die Banco de España intervenierte in den letzten beiden Monaten praktisch nicht.

B. Referat von Herrn Rey

Nach Anhörung des Berichts von Herrn Dalgaard fanden die Stellvertreter, dass dem Überwachungsverfahren unter den derzeitigen Umständen eine ganz besondere Bedeutung zukommt.

Die Probleme, die sich heute stellen, müssen im Kontext des internationalen Anpassungsprozesses betrachtet werden. Diesbezüglich haben die Stellvertreter mit grosser Aufmerksamkeit den Darlegungen des deutschen Stellvertreters zugehört, die sich wie folgt zusammenfassen lassen.

Wenn der Anpassungsprozess heute zum Stillstand gekommen ist, oder sich zumindest verlangsamt hat, so ist darin namentlich die Auswirkung der Wechselkursrelationen zu sehen. Insbesondere ist die Feststellung symptomatisch, dass die Handelsbilanz Deutschlands sich nicht mehr weiter anpasst oder sich sogar verbessert, und zwar hauptsächlich gegenüber den Ländern, deren Währung sich im Lauf des Jahres gegenüber der D-Mark aufgewertet hat.

Gleichzeitig verzeichnet die deutsche Wirtschaft eine Wachstumsrate von 3 1/2 bis 4 %, die weit über dem Wachstum des Potentials liegt, und die Kennziffern zeigen, dass die Produktionskapazitäten voll ausgelastet sind. Unter diesen Umständen ist es kaum möglich, makroökonomische Massnahmen in Betracht zu ziehen, die mittels Stimulierung der Inlandsnachfrage zum

Anpassungsprozess beitragen. Dies ist der Hintergrund, vor dem sich die Wechselkurspolitik und die geldpolitischen Perspektiven der Bundesbank abzeichnen.

Hinsichtlich des Wechselkurses besteht die deutsche Politik darin, jegliche Abwertung der D-Mark, die die Inflationsgefahr verschärfen würde, zu bekämpfen. Die Bundesbank benutzt daher die Gelegenheit, sich gegen einen höheren Dollarkurs auszusprechen, aber diese Politik wird mit Vorsicht durchgeführt und ist keineswegs ein Zeichen für eine Lockerung der Zusammenarbeit mit den japanischen Behörden, was im Gegensatz zu dem in jüngster Zeit auf den Märkten entstandenen Eindruck steht.

Was die Zinssätze betrifft, so sind die Stellvertreter wie Herr Dalgaard der Ansicht, dass der Aufrechterhaltung angemessener oder gar wachsender Zinsdifferenzen eine besondere Bedeutung zukommt, da die Wechselkursstabilität im EWS im Umfeld eines weniger überzeugenden internationalen Anpassungsprozesses zu wahren ist. Sie haben nun aber beobachtet, dass sich das Zinsgefälle in letzter Zeit, nämlich seit Ende November, infolge des Anstiegs der kurzfristigen DM-Zinssätze vermindert hat. Dieser Anstieg ist offenbar in diesem Stadium technischen Faktoren im Zusammenhang mit dem nahenden Jahresende und nicht dem Vorgehen der Zentralbank auf dem Geldmarkt zuzuschreiben.

Einige heben jedoch die Gefahr hervor, dass die spontane Entwicklung der Zinssätze auf dem Markt unwillentlich als das Ergebnis eines gezielten Vorgehens aufgefasst wird, was ja in der Vergangenheit schon vorgekommen ist. Wenn andererseits die Absicht bestünde, die Zinssätze anzuheben, um jeglicher Inflationsgefahr und jeglichem Wertverlust der D-Mark zu begegnen, so zöge die Suche nach der angemessenen Zinsdifferenz um so schwerwiegendere Folgen für die Durchführung der Geldpolitik in anderen Ländern nach sich.

C. Diskussion des Ausschusses

Herr de Larosière gibt einige Kommentare zur geldpolitischen Zielvorgabe ab, die in Frankreich für 1989 gesetzt worden ist. Für die Ausweitung von M2 im Jahr 1989 sei eine Spanne von 4 bis 6 % festgelegt worden. 1988 sei die Zielvorgabe die gleiche gewesen, und Ende Oktober 1988 habe die Ausweitung von M2 bei 4,1 % gelegen. Das Wachstum des Bruttosozialprodukts werde für 1988 zweifellos real 3,7 % betragen, die Teuerung rund 3 %. Das nominale Wachstum werde sich daher auf etwa 6,5 bis 6,7 % belaufen,

und wenn die französische Wirtschaft mit einer Expansion von M2 von rund 4 % leben können, dann deshalb, weil sich die Umlaufgeschwindigkeit von M2 beschleunigt habe: eine klassische Erscheinung in Zeiten einer sich belebenden Wirtschaftstätigkeit, wie sie für 1988 kennzeichnend gewesen sei. Das Aggregat M3 habe um 7,3 % zugenommen, während die Zunahme 1987 über 9 % betragen habe. Das am weitesten gefasste Aggregat, L, habe um 9,5 % zugenommen, was ebenfalls einer Verlangsamung gegenüber 1987 (11,7 %) entspreche.

Die für 1989 erstellten Prognosen sprechen von einem realen Wirtschaftswachstum in der Grössenordnung von 2,6 %, einer Teuerung von rund 2,5 %, was einem nominalen Wachstum des BSP von rund 5 % entspricht. Es habe vernünftig geschienen, auf eine stabile und nicht sich beschleunigende Umlaufgeschwindigkeit von M2 zu setzen, da im Lauf von 1989 eine gewisse Mässigung im Rhythmus der Wirtschaftstätigkeit vorhergesehen werde. Unter diesen Umständen sei eine mittlere Zuwachsrate von M2 von etwa 5 % wünschenswert erschienen, und man habe sich somit für eine Zielspanne von 4 bis 6 % entschieden und diese Anfang Dezember verkündet. Das angestrebte Ziel sei es, die Desinflation und die Stabilität des Franc zu sichern und keinen Spielraum für Preisschübe und eine übermässige Zunahme des Verbrauchs zu lassen, ohne jedoch ein vernünftiges Wirtschaftswachstum zu behindern.

Die Kreditausweitung sei 1988 recht kräftig gewesen: Die Kredite an die Gesamtwirtschaft seien um nahezu 12 % angestiegen. Dies sei eine Entwicklung, die genau verfolgt werden sollte und die die Banque de France veranlasst habe, eine Datei anzulegen, um sich besser über den Konsumkredit, der ein sehr schnelles Wachstum - über 20 % pro Jahr - verzeichne, zu informieren. Diese Datei soll ähnlich dem belgischen Beispiel gestaltet werden und ein Erkennen der Auswirkungen der Kreditgewährung an die privaten Haushalte ermöglichen.

III. Verabschiedung durch den Ausschuss des an die EG-Finanzminister gerichteten Berichts über die Entwicklung an den Devisenmärkten der neunzehn an der Konzertation beteiligten Länder im November und in den ersten Dezembertagen 1988

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

IV. Prüfung des Berichts Nr. 64 der Expertengruppe unter dem Vorsitz von Herrn Dalgaard über jüngste Entwicklungen bei der Verwendung der privaten ECU

A. Referat von Herrn Dalgaard

Der Bericht Nr. 64 ist der fünfte Bericht der Expertengruppe über die Verwendung der privaten ECU; er umfasst drei Hauptbereiche: die Entwicklung der ECU auf den Finanzmärkten, die zunehmende Verwendung der privaten ECU durch die Zentralbanken und die Überprüfung des ECU-Korbes.

Seit Mitte 1987 hat die ECU auf praktisch allen Märkten deutliche Fortschritte gemacht, während im vorherigen Berichtszeitraum eine Stagnation beobachtet worden war. Die Bankkredite in ECU und die Einlagen wuchsen, und die ECU-Netto-Aktiva der Banken stiegen von ECU 10 Mrd. Ende Juni 1987 auf ECU 13 Mrd. Ende Juni 1988. Ebenso erlebte die ECU auf dem Anleihemarkt einen kräftigen Auftrieb: Das Emissionsvolumen von 1988 brach die 1985 verzeichneten Rekorde. Ferner traten kurzfristige ECU-Instrumente in Form von italienischen und britischen Schatzwechseln auf, deren Betrag Ende November beinahe ECU 7 Mrd. erreichte. Ursächlich für die ECU-Expansion auf den Finanzmärkten sind verschiedene Faktoren. Erstens profitierte die ECU 1988, wie schon 1985, von der Stabilität der Wechselkursrelationen zwischen den Korbwährungen im Zusammenwirken mit den vergleichsweise hohen Zinsdifferenzen in der Gemeinschaft. Zweitens spielten steuerliche Überlegungen eine Rolle, namentlich in Italien. Hingegen blieb die Aufhebung von Einschränkungen der Verwendung der ECU in Deutschland und Spanien ohne nennenswerte Wirkung.

Die Verwendung der ECU zur Fakturierung und Zahlung im Aussenhandel hat nur geringfügig zugenommen; diese Verwendungsart machte insgesamt nur 1 % des Handels innerhalb der Gemeinschaft und mit Drittländern aus.

Das wichtigste Element ist zweifellos die deutliche Zunahme der von den Zentralbanken getätigten Transaktionen in privater ECU und der von ihnen gehaltenen ECU-Bestände. Mehrere Faktoren erklären diese Entwicklung: die Aktivität bestimmter Regierungen auf dem Gebiet der ECU-Kreditaufnahme, die Diversifizierung der Reserven seitens einiger Zentralbanken, und die Intensivierung der Interventionen in ECU. Die Hälfte dieser Interventionen wurde von der Bank of England in einem kurzen Zeitraum vorgenommen, während welchem Dollarkäufe als nicht wünschenswert beurteilt und DM-Käufe von der Deutschen Bundesbank als nicht annehmbar angesehen wurden. Die Experten

haben sich gefragt, ob die Zunahme der Interventionen in privater ECU eine Überprüfung der Methoden und Praktiken erforderlich mache. Diese Frage hatte sich schon 1984 gestellt; die Experten fanden, dass trotz der jüngsten Zunahme der Anteil der ECU-Interventionen sehr gering geblieben ist und dass es nicht nötig sei, besondere Regeln für diese Interventionsart vorzusehen. Es ist jedoch wichtig, dass alle EG-Zentralbanken, die ECU-Interventionen in Betracht ziehen, die Auswirkungen dieser Interventionen auf die anderen EG-Währungen berücksichtigen. Bei den bisherigen ECU-Interventionen handelte es sich um Käufe, aber die Gefahr eines störenden Einflusses auf die einzelnen Währungen könnte bei Verkäufen grösser sein. Die "Monitoring Group" wird die Entwicklung der ECU-Interventionen genau verfolgen.

Die privaten ECU-Bestände der Zentralbanken der Gemeinschaft haben sich zwischen Ende Juni 1987 und Ende November 1988 mehr als verdoppelt: Sie stiegen von ECU 4 auf 9 Mrd.; einen besonders starken Zuwachs verzeichnete die Bank of England. Mit Ausnahme der Deutschen Bundesbank und der Nederlandsche Bank halten alle EG-Zentralbanken private ECU, aber deren Anteil an den Reserven ist höchst unterschiedlich.

Abschliessend behandelt der Bericht Nr. 64 noch eine Zukunftsfrage, nämlich die Auswirkungen der anstehenden Überprüfung des ECU-Korbs. Die Revision der Gewichte der Korbwährungen, die sich aus dieser Überprüfung ergeben sollte, dürfte zwei wesentliche Wirkungen auf den Markt haben: einen Anstieg der ECU-Zinsen und eine Erhöhung des Wechselkursrisikos für die Banken, die Nettoaktiva in ECU haben.

Die Bedeutung dieser Auswirkungen hängt wahrscheinlich vom Ausmass der Gewichtsänderungen der Währungen ab; dieses Ausmass könnte um so grösser sein, als die Peseta und der Escudo in den Korb aufgenommen werden sollen. Wie dem auch sei, die Unsicherheiten hinsichtlich dieser Änderungen könnten zu Störungen auf den Märkten und bei den Banken zu einer Tendenz führen, ihre Risiken durch Rückzug vom ECU-Markt zu minimalisieren. Um diese Wirkungen und Probleme in Grenzen zu halten, regen die Experten ein Verfahren in zwei Schritten an: Der offizielle Beschluss über die neuen Gewichte der Währungen sei zu fassen und anzukündigen, aber er solle erst später in Kraft treten, um den Märkten Zeit für die Anpassung zu lassen.

B. Referat von Herrn Rey

1. Die Stellvertreter sind erfreut über die Qualität des Berichts, den Herr Dalgaard, seine Gruppe und das Sekretariat vorbereitet haben. Sie

schliessen sich der Analyse und den Schlussfolgerungen des Berichts weitgehend an.

2. Der portugiesische Stellvertreter machte Mitteilung von der Absicht seiner Behörden, den Einschluss des Escudo in den Korb zu verlangen. Dieses Verlangen ist Teil des allgemeinen Vorgehens Portugals im Hinblick auf eine vollständige Integration in das EWS. Es wurde bestätigt, dass dieser Einschluss in einem Umfeld der sowohl für die ECU als auch für den Escudo erforderlichen Stabilität erfolgen kann.

3. Drei Punkte haben Anlass zu besonderen Kommentaren gegeben:

- die Zunahme des Volumens der ECU-Interventionen und -Bestände der Zentralbanken;
- das Funktionieren des ECU-Clearingsystems;
- die Auswirkungen der Revision des ECU-Korbs auf das Funktionieren des Marktes.

Was den ersten Punkt betrifft, so sind die Stellvertreter wie die Experten der Meinung, dass im Berichtszeitraum die ECU-Transaktionen der Zentralbanken trotz ihres wachsenden Volumens keine besonderen Probleme aufgeworfen haben und dass daher keine neuen Regelungen erforderlich sind. Es ist jedoch wichtig, dass die Zentralbanken, die Interventionen in ECU erwägen - ob sie nun dem Wechselkursmechanismus angehören oder nicht -, die Auswirkungen solcher Interventionen auf die Stabilität der Wechselkurse im EWS sowie auf die Kursrelationen des EWS gegenüber anderen Währungen berücksichtigen. Im übrigen wurde der Wunsch geäußert, die Gruppe möge die Analyse der Auswirkungen der ECU-Interventionen vertiefen, unter Berücksichtigung des Ausmasses der durch den Korb der Einzelwährungen gedeckten ECU-Positionen.

Hinsichtlich des Clearingsystems haben die Stellvertreter vermerkt, dass sein Funktionieren und die Zulassung weiterer Banken derzeit im ECU-Clearing-Bankenverbund diskutiert werden. Der Vertreter der Kommission teilte mit, dass er dem Ausschuss eine Mitteilung über ganz bestimmte Aspekte der Funktionsweise dieses Mechanismus vorlegen werde. Es wurde daran erinnert, dass bis auf weiteres die Bedingungen für das Intervenieren der BIZ im ECU-Clearingsystem vom Ausschuss gebilligt sind und in Geltung bleiben.

Zum dritten Punkt schliesslich finden die Stellvertreter, dass die Grösse des Marktes und das Ausmass der ECU-Nettoforderungsposition der Banken eine aufmerksame Prüfung der möglichen Mittel zur Gewährleistung des ordnungsgemässen Funktionierens des Marktes bei der bevorstehenden Revision

des ECU-Korbs rechtfertigen. Sie äusserten ihr Interesse an der Möglichkeit eines Zwei-Phasen-Revisionsverfahrens anstelle der 1984 angewandten Methode. Sie schlagen vor, bei der Übermittlung des Berichts Nr. 64 solle der Vorsitzende des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten dem Präsidenten der Kommission und dem Vorsitzenden des Währungsausschusses einen Brief schreiben, in dem er sie auf die fragliche Analyse und auf die Bedeutung hinweise, die dem ordnungsgemässen Funktionieren der Devisen- und Geldmärkte bei der anstehenden Revision des ECU-Korbs zukomme.

C. Diskussion des Ausschusses

Herr Rubio beglückwünscht Herrn Dalgaard und die Expertengruppe zur Qualität des Berichts und gibt einige Bemerkungen zur Änderung des ECU-Korbs und zu den Folgen des Einschlusses der Peseta ab. Die Lösung, die Märkte vor dem Inkrafttreten der neuen Gewichte der Korbwährungen zu informieren, sei annehmbar; man müsse jedoch noch prüfen, ob sie formell möglich sei. Auf jeden Fall werde der Markt die wahrscheinliche Spanne der Gewichte vorwegnehmen und schliesslich mehr oder weniger richtig liegen. Die Banco de España sei bereit, jede Massnahme zu ergreifen, die für das gute Funktionieren der Märkte während der Übergangszeit nötig sei, und sie sei überzeugt, dass der Einschluss der Peseta in die ECU im September 1989 zu keinen Problemen führen sollte.

Herr Tavares Moreira bestätigt die an der Sitzung der Stellvertreter abgegebenen Informationen, dass nämlich die Banco de Portugal die möglichen Folgen des Einschlusses des Escudo in die ECU untersucht habe, und dass die portugiesischen Behörden höchstwahrscheinlich diesen Einschluss in aller Form beantragen werden. Es seien schon Massnahmen getroffen worden, um die Konvertibilität des Escudo zu erweitern; dieser könne für die meisten laufenden Geschäfte und Kapitaltransaktionen mit anderen Ländern uneingeschränkt verwendet werden, und seine Konvertibilität für Nichtgebietsansässige sei vollumfänglich gewährleistet. Der Internationale Währungsfonds habe angekündigt, dass Portugal die Verpflichtungen gemäss Artikel 8 der Statuten annehme. Auf den grossen Finanzplätzen wie London und Paris und bald auch Madrid entwickle sich der Escudo-Markt, und der Banco de Portugal unterstütze die Marktmacher. Im übrigen werde das Gewicht des Escudo im Korb so bemessen sein, dass es keine Probleme schaffen sollte, weder für die portugiesische Währung noch für die ECU noch für das Funktionieren der Märkte. Die portugiesische Wechselkurspolitik sei derzeit auf eine Abwertung des Escudo

ausgerichtet, im gewogenen Durchschnitt um 0,25 % pro Monat; dieser Wert sollte im Zusammenhang mit dem Rückgang des Inflationsgefälles zwischen Portugal und seinen Handelspartnern allmählich herabgesetzt werden.

Herr Leigh-Pemberton gratuliert Herrn Dalgaard, den Experten und dem Sekretariat zu dem ausgezeichneten Bericht; er erinnert daran, dass anlässlich der ersten Diskussion über die private ECU vor fünf Jahren die Zentralbankpräsidenten sich fragten, wie man die Verwendung der privaten ECU fördern könnte. Es sei tröstlich, heute die Entwicklung dieser Verwendung festzustellen, aber man könne sich wegen der Überprüfung des ECU-Korbs im September 1989 die Frage stellen, wie die Entwicklung wohl in diesem Jahr sein werde. In der Tat scheine das Näherkommen dieses Termins wachsende Nervosität auszulösen. Der ECU-Bankenverbund habe vor kurzer Zeit eine Sitzung in London abgehalten und diesen Aspekt hervorgehoben. Einige Elemente der Korbrevision, namentlich die Kriterien für die Festlegung der Gewichte der Währungen, fielen im wesentlichen in die Zuständigkeit des Rats der Wirtschafts- und Finanzminister, und die diesbezüglichen Diskussionen würden wahrscheinlich mühsam. Die Zentralbankpräsidenten hätten jedoch eine besondere Pflicht, die Kommission, den Währungsausschuss und den Rat auf die Möglichkeit von Störungen an den Märkten während der Übergangszeit aufmerksam zu machen. Die Experten hätten diesen Aspekt sehr gut behandelt und dargelegt, dass die Revision des Korbs 1984 wohl ohne Schwierigkeiten erfolgt sei, dass die seither eingetretene, sehr bedeutende Ausweitung der Verwendung der ECU jedoch der bevorstehenden Operation eine andere Dimension gebe. Man dürfe die Schäden nicht unterschätzen, die den ECU-Märkten entstehen könnten, und insbesondere die Gefahr einer Austrocknung des kurzfristigen Marktes im Jahr 1989 und auch später alle fünf Jahre. Es wäre wünschenswert, dass die "Dalgaard-Gruppe" die wahrscheinlichen Auswirkungen der bevorstehenden Überprüfung des ECU-Korbs und einer längeren Periode der Unsicherheit, die diese Überprüfung bewirken könne, genauer untersuche. Die Notenbankpräsidenten könnten diese Untersuchung an ihrer Sitzung vom Februar 1989 besprechen und so einen nützlichen Beitrag zu der Diskussion leisten, die zu gegebener Zeit in den anderen zuständigen Gremien abgehalten werden wird.

Der Vorsitzende stellt fest, dass der Ausschuss einverstanden ist, die "Dalgaard-Gruppe" mit der von Herrn Leigh-Pemberton vorgeschlagenen Untersuchung zu betrauen, wobei es sich von selbst versteht, dass der Ausschuss nicht in die Zuständigkeit der betreffenden Behörden hinsichtlich

des Beschlusses über die Revision des ECU-Korbs eingreifen, sondern nur zu dessen Klärung beitragen möchte.

V. Verlängerung des Mechanismus der erneuerbaren Swaps im EWS

Der Vorsitzende stellt fest, dass die Stellvertreter zu dieser Frage keine Bemerkung haben und dass der Ausschuss mit dem Grundsatz und dem Verfahren der Verlängerung des Mechanismus der erneuerbaren Swaps im EWS einverstanden ist, wie sie in einer Note des Sekretariats vom 6. Dezember 1988 vorgeschlagen wird, nämlich:

1. dass in das Protokoll dieser Sitzung der folgende Text aufgenommen wird:

"Um das Fortbestehen des Mechanismus der erneuerbaren Swaps im EWS über den 13. März 1989 hinaus zu gewährleisten, den Zeitpunkt, an dem laut Beschluss der Zentralbankpräsidenten vom 9. Dezember 1986 dieser Mechanismus endet, beschliessen die Zentralbankpräsidenten gemäss Artikel 20.1 des Abkommens vom 13. März 1979 zwischen den EWG-Zentralbanken über die Funktionsweise des EWS, in der durch die Akten vom 10. Juni 1985 bzw. 10. November 1987 abgeänderten Fassung:

- dass die in Artikel 17.3 und 18bis.4 des genannten Abkommens erwähnten Swaps am 13. März 1989 nicht aufgelöst werden;
- dass dieser Swapmechanismus für weitere zwei Jahre fortgesetzt wird, an deren Ende diese Swaps, sofern nicht einstimmig ein entgegengesetzter Beschluss gefasst wird, aufgelöst werden. Während dieses Zeitraums, also bis zum 13. März 1991, gelten für diesen Mechanismus die gleichen Bestimmungen des Abkommens vom 13. März 1979, jedoch unter dem Vorbehalt, dass die Zentralbankpräsidenten einstimmig beschliessen können, diesen Zeitraum zu verkürzen und den Mechanismus zu modifizieren, sollte der Übergang zur institutionellen Phase des EWS vor dem 13. März 1991 stattfinden."

2. dass dem Präsidenten des Rates der Wirtschafts- und Finanzminister vom Ausschussvorsitzenden das Schreiben, dessen Wortlaut der Note des Sekretariats als Anlage beigefügt ist, zugestellt wird.

VI. Vorsitz im Ausschuss

Der Vorsitzende erklärt, aufgrund der Kontakte und Beratungen, die er mit den Zentralbankpräsidenten gehabt habe, könne er Herrn Chalikias, den Gouverneur der Bank von Griechenland, als neuen Vorsitzenden des Ausschusses vom 1. Januar 1989 an für die übliche Dauer eines Jahres vorschlagen.

Der Ausschuss billigt den Vorschlag des Vorsitzenden.

Herr Chalikias dankt seinen Kollegen für die Ehre, die sie ihm mit der Ernennung zum Vorsitzenden dieses hochangesehenen Ausschusses erweisen. Er macht sich zum Sprecher aller Notenbankpräsidenten, um Herrn Godeaux für den beträchtlichen Beitrag zu danken, den er selbst und die Banque Nationale de Belgique dem Ausschuss im Jahr 1988 geleistet haben. Die Präsidenten hätten alle die Professionalität und das grosse Engagement für die europäische Sache ihres Vorsitzenden geschätzt und bewundert, wie auch das Geschick, mit dem er den Ausschuss fest und höflich zugleich während der ganzen Dauer der vielfältigen und oft schwierigen Geschäfte, mit denen man sich 1988 befasst habe, gelenkt habe. Ein solches Beispiel mache dem Nachfolger die Aufgabe nicht leicht.

VII. Weitere Fragen innerhalb der Zuständigkeit des Ausschusses

- Begegnung zwischen dem Ausschussvorsitz und dem Gouverneur der Norges Bank

Der Vorsitzende teilt dem Ausschuss mit, er habe am vergangenen Sonntag, dem 11. Dezember 1988, ein Treffen mit Herrn Skånland, dem Gouverneur der Norges Bank, und dessen Mitarbeitern gehabt. Dieses Treffen sei im Rahmen der Währungszusammenarbeit zwischen dem Ausschuss und der Norges Bank erfolgt, die seit 1984 namentlich in der Form eines jährlichen Treffens bestehe. Themen des Gedankenaustausches seien einerseits die Wirtschafts- und Währungssituation in Norwegen, andererseits die wichtigsten Entwicklungen in der Tätigkeit des Ausschusses im Jahr 1988 gewesen. Eine kurze Zusammenfassung dieses Gedankenaustausches werde demnächst den Ausschussmitgliedern zugestellt.

VIII. Zeit und Ort der nächsten Sitzung

Die nächste Sitzung findet am Dienstag, dem 10. Januar 1989, um
9.30 Uhr in Basel statt.

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

NOVEMBER 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 November und während der ersten Dezembertage 1988.

I. ENTWICKLUNG DER WECHSELKURSE

Die wichtigste Entwicklung auf den Devisenmärkten im November war ein weiterer Kursrückgang des US-Dollars, obschon Zentralbanken zu dessen Stützung intervenierten.

Der US-Dollar büsste per saldo gegenüber allen wichtigen Währungen angesichts allgemeiner Unsicherheit über die Aussichten einer weiteren Verminderung des US-Haushalts- und Handelsbilanzdefizits an Wert ein. Der Wertverlust des Dollars wurde jedoch durch koordinierte Interventionen der Zentralbanken und durch Erwartungen eines weiteren Anstiegs der kurzfristigen Dollarzinssätze in Grenzen gehalten. Der Dollar notierte am Monatsende gegenüber der D-Mark um etwa 1,75 %, gegenüber dem Yen um 2 % und gegenüber dem Pfund Sterling um 3,5 % tiefer.

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

Das EWS blieb frei von Spannungen. Die einzige nennenswerte Veränderung war eine Festigung der italienischen Lira um beinahe 1 % in der zweiten Monatshälfte. Die Währungen im schmalen Kursband blieben unverändert in ihren relativen Positionen.

Die D-Mark erwies sich als recht stabil. Gegenüber dem Dollar befestigte sie sich um 1,8 %. Im Verhältnis zu den am Wechselkursverbund teilnehmenden Währungen waren leichte Kurseinbussen zu verzeichnen. Ein stärkerer Kursrückgang der D-Mark um 1,9 % ergab sich gegenüber dem Pfund Sterling. Der gewogene Aussenwert der D-Mark gegenüber 14 Industrieländern lag Ende November mit 170,4 % nur geringfügig unter dem Stand von Ende Oktober, 170,6 % (1972 = 100).

In einem Umfeld steigender Zinssätze im Ausland gab der französische Franc, dessen Verzinsung unverändert blieb, gegenüber den Währungen des engen Kursbandes nur geringfügig nach. Die Verschlechterung der Handelsbilanz im Oktober (ein Defizit von FF 4 Mrd., nach einem Überschuss von FF 0,6 Mrd. im September) und umsichgreifende soziale Unruhen beeinflussten das Kursverhalten des Franc nur wenig.

Der belgische Franc notierte fest, und die Banque Nationale de Belgique nutzte dies, um Devisenkäufe zu tätigen und ihre amtlichen Zinssätze zu senken, nämlich den Satz für dreimonatige Schatzwechsel in zwei Schritten um je 0,05 Prozentpunkte auf 7,15 % sowie den Diskont- und den Lombardsatz um je 0,25 Prozentpunkte auf 7,25 bzw. 7,50 %.

Der holländische Gulden verharrte unverändert in seiner Position im oberen Teil des EWS-Kursbandes.

Die dänische Krone hielt ihre Position knapp unterhalb der Mitte des EWS-Kursbandes.

Das irische Pfund notierte relativ stabil in der oberen Hälfte des EWS-Kursbandes. Geringe Nettozuflüsse von Devisen über den ganzen Monat hinweg führten zu bescheidenen Nettodevisenkäufen der Central Bank of Ireland.

Die italienische Lira festigte sich in der zweiten Monatshälfte im EWS; ursächlich dafür waren anhaltende kurzfristige Kapitalzuflüsse. Die Banca d'Italia nahm lediglich begrenzte Interventionskäufe vor, um die Auswirkung dieser Zuflüsse auf die Zentralbankgeldmenge in Grenzen zu halten.

Das Pfund Sterling blieb während fast des ganzen Monats November am Rande des Geschehens; es wurde bis zur Veröffentlichung der Handelsbilanzahlen für Oktober in einer engen Bandbreite, aber mit fester Tendenz gegen D-Mark gehandelt. Die Bekanntgabe eines Rekorddefizits von £ 2,9 Mrd. führte zu einem kurzen Kurssturz des Pfundes, bevor es sich dann nach Erhöhung der

Zinsen um 1 Prozentpunkt auf 13 % wieder kräftig erholte. Da der Schatzkanzler ferner die Bedeutung eines festen Pfundes für seine Antiinflationpolitik hervorhob, notierte das Pfund zum Monatsschluss auf einem Sechsmonatshöchststand. Der Index des gewogenen Aussenwerts des Pfund Sterling erhöhte sich um 2,5 % auf 78,3 (1975 = 100).

Die griechische Drachme legte gegenüber dem US-Dollar 0,7 % zu; gegenüber der ECU büsste sie 1,3 % ein. Ihr gewogener Aussenwert ging um 1,3 % zurück.

Nachdem am 15. November die Banco de España ihren Satz für dreimonatige Pensionsgeschäfte um 1/4 Prozentpunkt auf 11,75 % erhöht hatte, festigte sich die spanische Peseta in der zweiten Monatshälfte infolge einiger Kapitalzuflüsse, die von höheren Zinssätzen und den Erwartungen eines weiteren Anstiegs angezogen wurden. Gegenüber der ECU gewann sie 1,1 %, gegenüber dem US-Dollar 3,2 % an Wert.

Der portugiesische Escudo festigte sich gegenüber dem US-Dollar um 1,8 %. Im gewogenen Mittel büsste er 0,25 % an Wert ein.

Der Schweizer Franken konnte sich gegenüber den meisten Währungen etwas festigen. Auf exportgewichteter Basis betrug sein Wertzuwachs 0,6 %. Gegenüber dem Dollar gewann er 2,3 % an Wert. Die Eurofrankensätze für Laufzeiten bis zu drei Monaten zogen (um 3/4 bis 1 1/4 Prozentpunkte) auf knapp 5 % an. Bei den längeren Laufzeiten war der Anstieg weniger ausgeprägt, so dass sich das Zinsgefüge umkehrte.

Der österreichische Schilling zeigte eine Festigung gegenüber dem US-Dollar um 1,7 %; die Monatsamplitude betrug 4,1 %. Gegenüber der D-Mark schwankte der Schilling lediglich um 0,08 %.

Die norwegische Krone geriet in der zweiten Novemberwoche unter starken Abgabedruck, da sich an verschiedenen ausländischen Märkten Gerüchte über eine Abwertung verbreiteten. Die inländischen Zinssätze stiegen jäh an, da umfangreiche Zentralbankinterventionen Liquidität abschöpften und die Marktteilnehmer Erhöhungen der Leitzinssätze erwarteten. Dank dieser Marktreaktion konnten die Devisenabflüsse gestoppt werden, und als infolge der OPEC-Übereinkunft die Ölpreise stiegen, begann sich die Krone zu festigen, da in- und ausländische Anleger ihre Kronepositionen wieder aufbauten. Vor Monatsende war ein Drittel der geschwundenen Reserven mittels Interventionskäufen neu gebildet, die Zinssätze gingen zurück und der gewogene Aussenwert war nur 0,3 % geringer als am Monatsanfang.

Die schwedische Krone notierte relativ stabil, mit einer festeren Tendenz gegen Monatsende.

Die Finnmark festigte sich im Lauf des Monats leicht. Am 30. November wurde der Basiszinssatz mit Wirkung vom 1. Januar 1989 um 1/2 Prozentpunkt zurückgenommen. Die Schwankungsbreite des Währungsindex erweiterte sich von 4,5 auf 6 %.

Der japanische Yen legte gegenüber dem US-Dollar 2,6 % zu, worin sich die anhaltend negative Stimmung gegenüber dem US-Dollar widerspiegelte. Er erreichte einen Nachkriegshöchststand (Basis: Schlusskurs Tokio) von 121.15 Yen je 1 US-Dollar am 24. und am 25. November. Die Bank of Japan intervenierte während des ganzen Monats konzertiert am Markt, um den rasanten Kursanstieg ihrer Währung zu bremsen. Gegenüber der ECU blieb der Yen während dieser Zeit unverändert.

Der kanadische Dollar gewann gegenüber dem US-Dollar 3,4 % an Wert und lag am Monatsende bei US-\$ 0,8432. Die Währung notierte labil und erreichte Anfang des Monats mit US-\$ 0,8078 ihren tiefsten Stand seit zwei Monaten; im weiteren Verlauf festigte sie sich rasch und notierte zum Monatschluss auf dem höchsten Stand seit sieben Jahren. Die Kursschwäche vom Monatsanfang hing mit Zweifeln am Zustandekommen des Freihandelsabkommens mit den Vereinigten Staaten angesichts des ungewissen Ausgangs der Wahlen vom 21. November zusammen. Die Wiederwahl der konservativen Partei mit absoluter Mehrheit wurde dann von den Marktteilnehmern positiv interpretiert, da nun die Ratifizierung des Freihandelsabkommens zwischen den USA und Kanada durch das kanadische Parlament gewährleistet ist.

II. INTERVENTIONEN

A. Interventionen in US-Dollar

Die Nettokäufe von US-Dollars durch die Zentralbanken beliefen sich im November auf US-\$ 7,9 Mrd., verglichen mit Nettokäufen von US-\$ 2,6 Mrd. im Oktober. Die Käufe erfolgten zum Teil als konzertierte Aktion, und es waren zahlreiche Zentralbanken daran beteiligt. Die Bank of Japan, die Federal Reserve Bank of New York, die Bank of Canada, die Norges Bank und die Banca d'Italia waren die bedeutendsten Käufer. Die wichtigsten Verkäufer von US-Dollars waren die Norges Bank und die Bank of Canada.

B. Interventionen in Gemeinschaftswährungen und in privater ECU

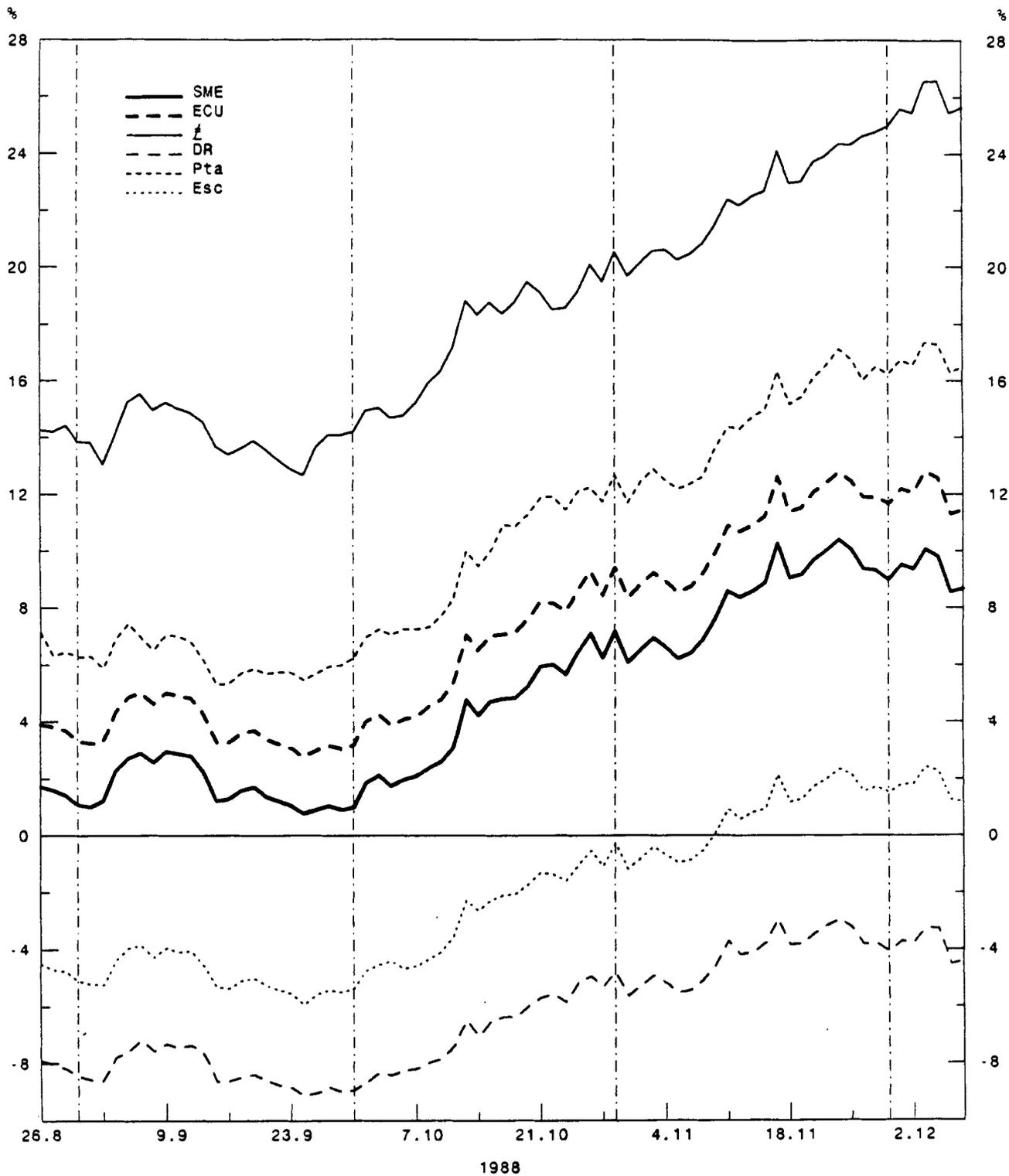
Die Interventionen in EWS-Währungen der EG-Zentralbanken beliefen sich im November umgerechnet auf US-\$ 1,3 Mrd., gegenüber umgerechnet US-\$ 2,3 Mrd. im Oktober. Die Banca d'Italia erwarb D-Mark und französische Francs.

Unter den nicht zur EG gehörenden Zentralbanken ist die Norges Bank als bedeutende Verkäuferin von D-Mark zu nennen.

III. ENTWICKLUNGEN IM LAUFENDEN MONAT BIS 9. NOVEMBER

Die Kursschwankungen des US-Dollars setzten sich, beeinflusst u.a. von der Erwartung einer Reduzierung der Militärausgaben, fort.

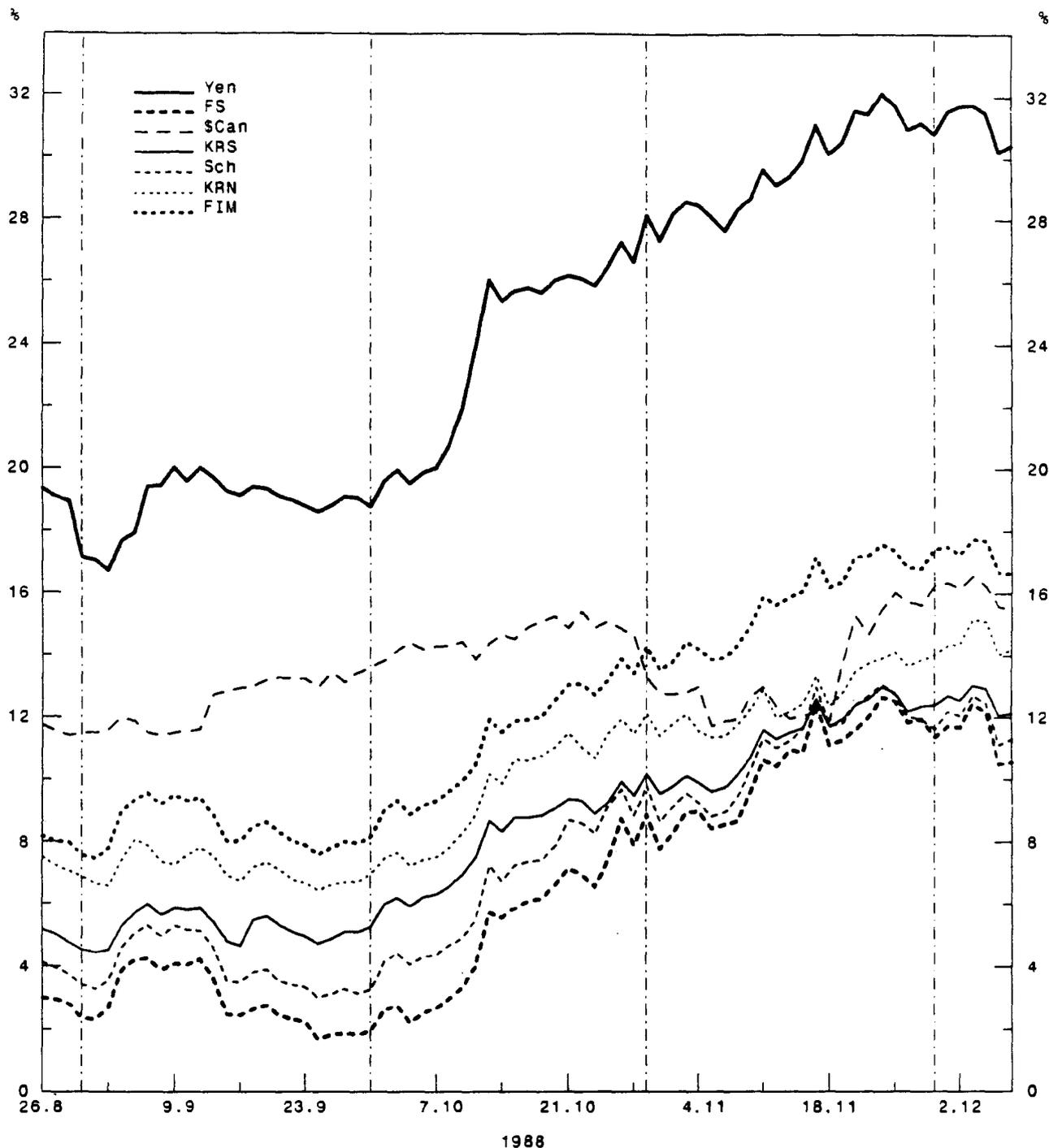
EVOLUTION DE L'ECU, DU COURS MEDIAN DES MONNAIES PARTICIPANT AU MECANISME DE CHANGE DU SME ET DES MONNAIES DES BANQUES CENTRALES DE LA CEE NE PARTICIPANT PAS A CE MECANISME, SUR LA BASE DES COURS RELEVES LE 31 DECEMBRE 1986 VIS-A-VIS DU \$EU*



* Voir page suivante.

8.12.1988

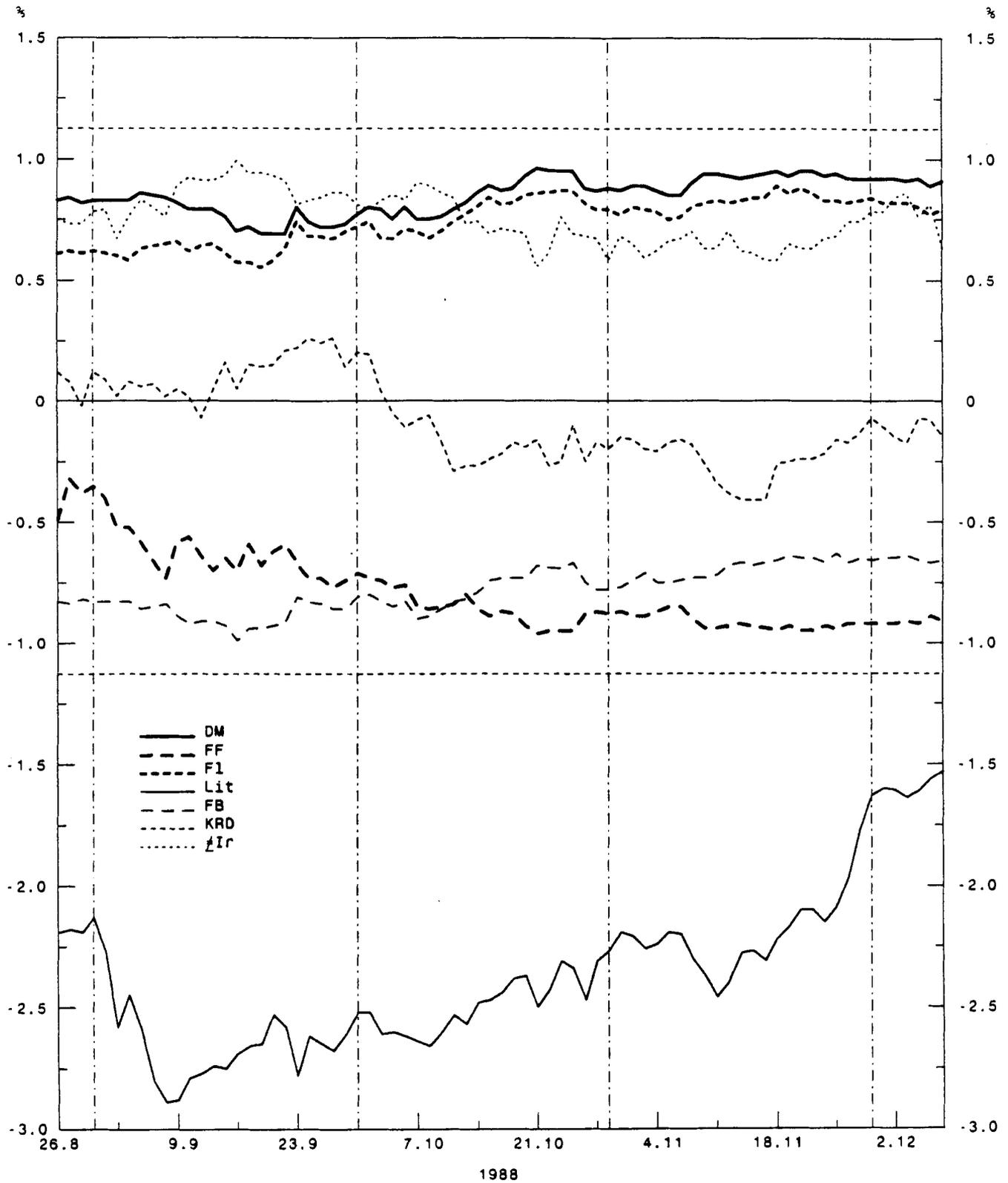
EVOLUTION DES MONNAIES DES BANQUES CENTRALES HORS CEE PARTICIPANT A
LA CONCERTATION, SUR LA BASE DES COURS RELEVES LE 31 DECEMBRE 1986
VIS-A-VIS DU \$EU*



* ECU 0,93425; £ 0,6773; DR 138,7601; PTA 131,8700; ESC 146,0995; FIM 4,7925; \$Can 1,3805; FS 1,6215; Yen 159,7993; KRS 6,7750; KRN 7,3975; Sch 13,8520; cours médian des monnaies participant au SME 0,92913. Le cours médian des monnaies participant au SME représente la moyenne journalière des cours des deux monnaies à marge de fluctuation de 2,25% qui se sont éloignés le plus de leurs cours-pivots bilatéraux actuels.

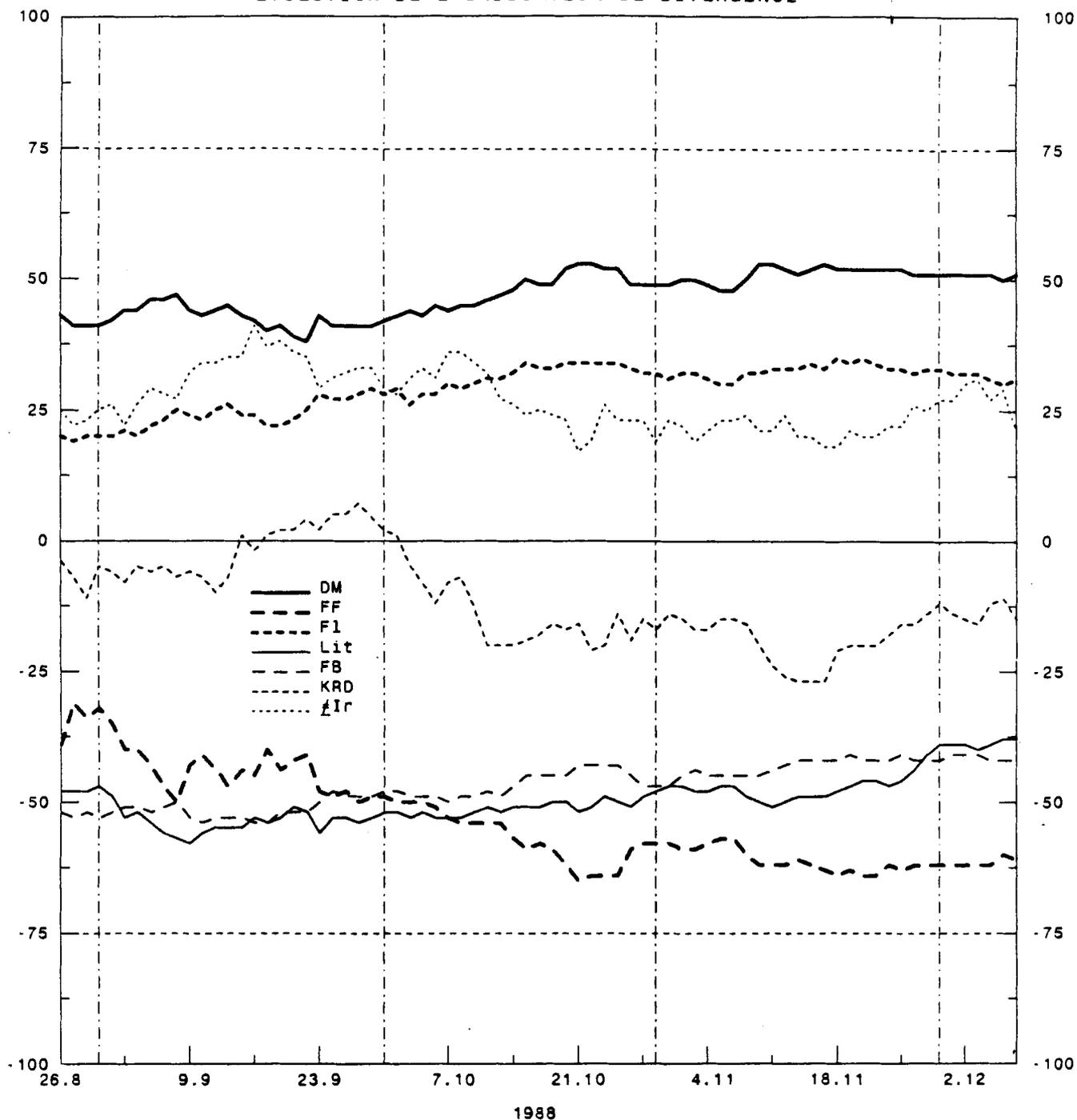
8.12.1988

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



8.12.1988

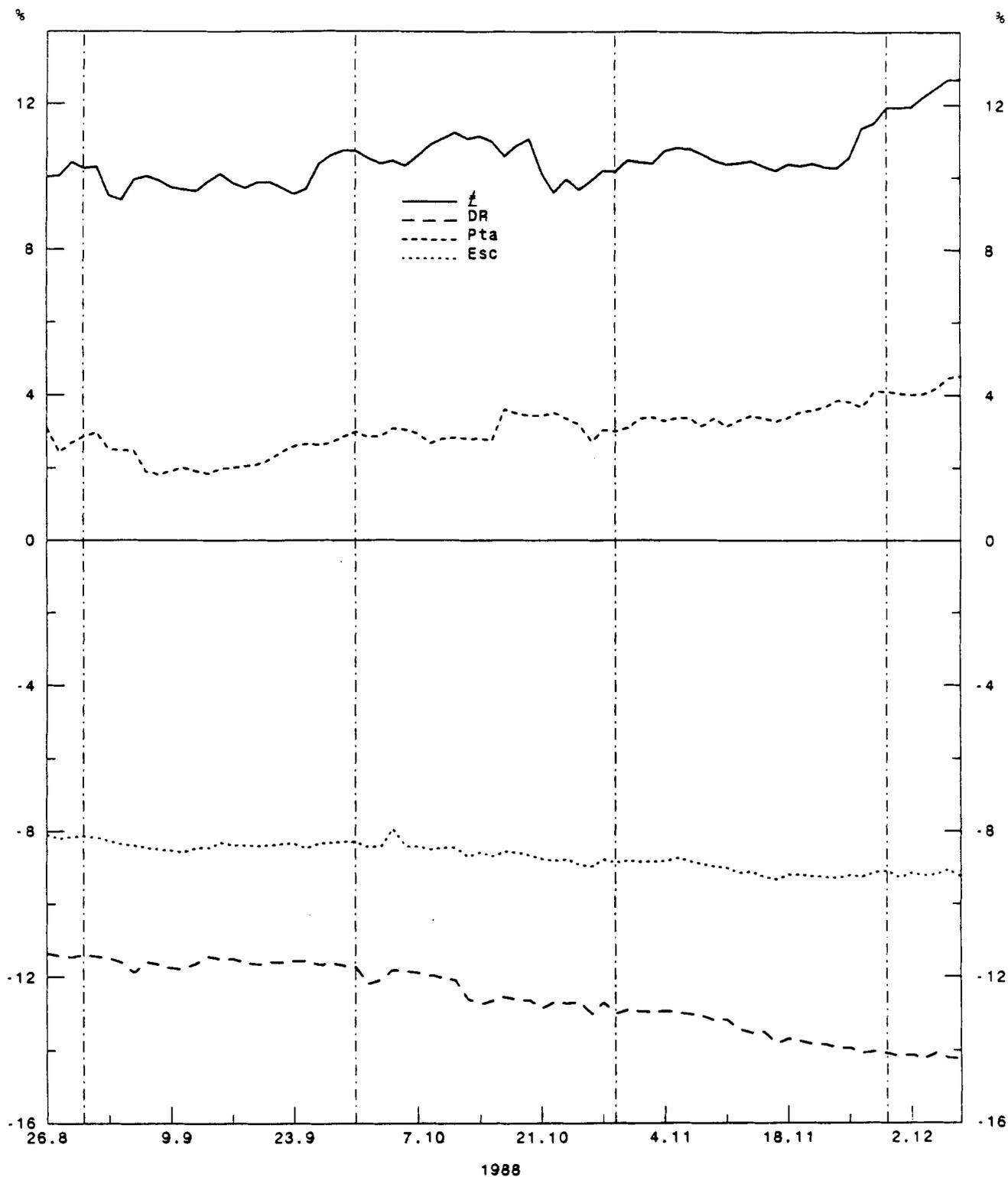
EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE*



* 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.

8.12.1988

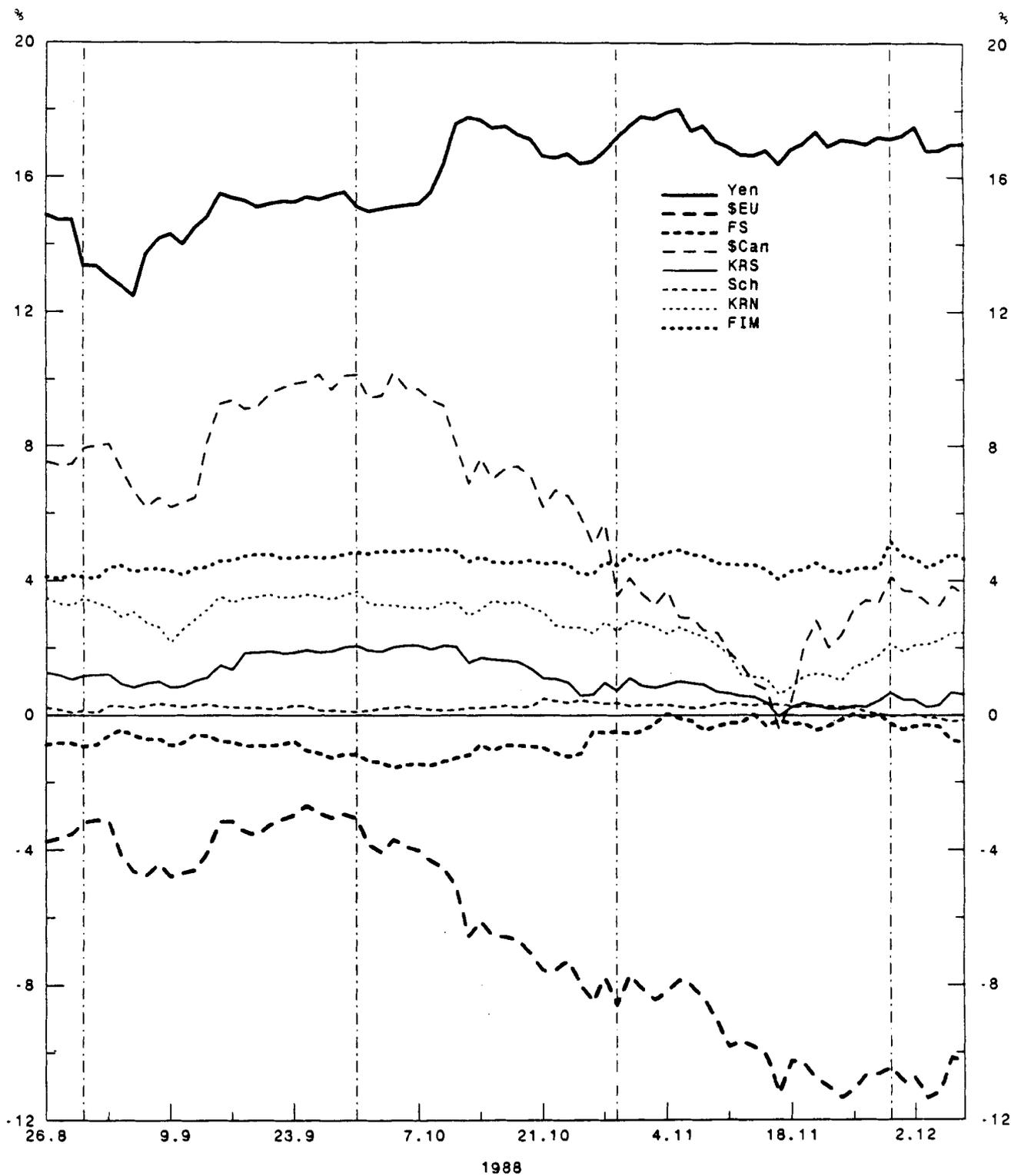
EVOLUTION DE LA LIVRE STERLING, DE LA DRACHME, DE LA PESETA ET DE
L'ESCUDO PAR PAPPORT A L'ECU SUR LA BASE DES COURS DU MARCHÉ RELEVÉS
LE 31 DECEMBRE 1986*



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

8.12.1988

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.

8.12.1988