

PROTOKOLL*
DER 233. SITZUNG DES AUSSCHUSSES DER PRÄSIDENTEN
DER ZENTRALBANKEN DER MITGLIEDSTAATEN
DER EUROPÄISCHEN WIRTSCHAFTSGEMEINSCHAFT
BASEL, DIENSTAG, 14. März 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; 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 Crockett und Price; der Präsident der Kommission der Europäischen Gemeinschaften, Herr Delors, begleitet von den Herren Mingasson und Dixon; der Generaldirektor des Luxemburgischen Währungsinstituts, Herr Jaans. Zugegen sind ferner die Herren Raymond und Dalgaard, Vorsitzende der Expertengruppen. Ebenfalls

* Endgültige, in der Sitzung vom 11. April 1989 gebilligte Fassung, die gegenüber dem Entwurf nur einige Änderungen redaktioneller Art aufweist.

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.

Der Vorsitzende eröffnet die Sitzung mit einem Willkommensgruss an Herrn Andrew Crockett, Exekutivdirektor der Bank of England, der erstmals an den Arbeiten des Ausschusses teilnimmt, und indem er die Zentralbankpräsidenten daran erinnert, dass das Europäische Währungssystem seinen zehnten Geburtstag begehe oder vielmehr gestern begangen habe. Der Vorsitzende fügt hinzu, dass er nicht die Ehre hatte, vor zehn Jahren in diesem Saal zur Unterzeichnung des zwischen den Notenbanken abgeschlossenen Abkommens anwesend gewesen zu sein, dass einige der Gründungsväter jedoch heute anwesend sind und es sicherlich zu würdigen wissen, einen bedeutenden Augenblick der europäischen Währungsgeschichte aktiv miterlebt zu haben.

Am gestrigen Montag habe der Rat der Wirtschafts- und Finanzminister das zehnjährige Bestehen des EWS gefeiert. Kommissionspräsident Delors habe aus diesem Anlass eine interessante und positive Würdigung des Systems vorgenommen und er selber als Ausschussvorsitzender habe mit einigen Worten auf die bedeutende Rolle hingewiesen, die die EG-Zentralbanken bei der erfolgreichen Verwirklichung des EWS gespielt haben. Eine schriftliche Fassung dieser mündlichen Erklärung werde zusammen mit der Mitteilung der Kommission in der Sitzung verteilt.

Herr Delors erklärt, dass er dieses Ereignis begehen wollte, da der Rat der Wirtschafts- und Finanzminister am 13. März und damit genau zehn Jahre nach Inkrafttreten des Europäischen Währungssystems zusammentrat. Die Kommission habe in ihrer Mitteilung den Nachdruck auf das EWS als Stabilitätsfaktor und Instrument zur Förderung der Konvergenz der Volkswirtschaften gelegt, auch wenn diese noch nicht vollkommen sei. Es seien drei Phasen in den zehn Jahren des Bestehens des Systems unterschieden worden. Eine erste Phase (1979-83), in der es aufgrund beachtlicher Abweichungen in der wirtschaftlichen Entwicklung häufige Leitkursanpassungen gegeben habe. Eine zweite Periode (1984-87), die von einer verbesserten Konvergenz geprägt war, in der jedoch das EWS durch starke Kursschwankungen des Dollars sozusagen von aussen angegriffen wurde. In der Mitteilung werde die Bedeutung des im September 1987 von den Zentralbankpräsidenten geschlossenen Basler Übereinkommens hervorgehoben, mit dem die Widerstandsfähigkeit des Systems erhöht wurde. Dieses habe sich denn auch seit Herbst 1987 recht wider-

standsfähig gezeigt, insbesondere gegenüber dem Kursrückgang des Dollars. Mancherorts wird sogar die Auffassung vertreten, dass wir uns nunmehr in einer Phase vollkommener Ruhe ohne weitere Neuanpassungen der Leitkurse befinden. Allerdings sollte man gegenüber der Zukunft Vorsicht an den Tag legen, aber gleichzeitig die Meinung vertreten, dass das EWS enorm zum Aufbau Europas beigetragen habe und dass es ohne dessen Erfolge schwieriger gewesen wäre, die Perspektive eines gemeinsamen Binnenmarktes im Jahr 1993 akzeptabel zu machen.

I. Billigung des Protokolls der 232. Sitzung

Der Ausschuss billigt das Protokoll der 232. Sitzung vorbehaltlich der im endgültigen Text zu berücksichtigenden Änderungen redaktioneller Art.

II. Überwachung der wirtschafts- und währungspolitischen Entwicklung in den EWG-Ländern auf der Grundlage:

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

A. Referat von Herrn Dalgaard

Der Dollar zeigte im Dezember und Januar eine vergleichsweise feste Kurstendenz, wohingegen seine Entwicklung im Februar und Anfang März weniger eindeutig war. Offenbar glaubt der Markt nicht mehr, dass der Dollar beständig nach oben tendieren wird, so dass sich sein Kurs bei DM 1,85 stabilisiert hat. Diese Entwicklung lässt sich durch mehrere Einflüsse erklären:

- Die gegenüber der neuen amerikanischen Administration gehegten Erwartungen sind enttäuscht worden, und vor allem die Hoffnung, das Haushaltsdefizit liesse sich schnell verringern, ist zerronnen.
- Trotz einer Anhebung des Diskontsatzes um 1/2 Prozentpunkt wachsen die Zweifel an dem Willen oder den Möglichkeiten des amerikanischen Zentralbanksystems, die Geldpolitik in ausreichendem Masse zu verschärfen.
- Die Inflationsbefürchtungen nehmen zu.

- Das Vertrauen in Währungen mit hoher Verzinsung unter Einschluss des Dollars lässt allgemein nach, da den Wechselkursrisiken grössere Beachtung geschenkt wird.

Die Zinsdifferenzen waren für die Wechselkursentwicklung von eminenter Bedeutung. Von Dezember bis Februar stiegen die Zinsen in Deutschland stärker als in den USA, und man erwartete eine Fortsetzung dieser Tendenz. Diese Entwicklung führte im Februar zu einem gewissen Kursrückgang des Dollars. Die Entscheidung der Deutschen Bundesbank von Anfang März, die Leitzinsen nicht zu erhöhen, überraschte den Markt, der aufgrund der relativ festen Haltung des Dollars, des Anstiegs des Preisniveaus in Deutschland und einer Erhöhung der Zinsen für Wertpapierpensionsgeschäfte mit einer Anhebung gerechnet hatte. Die Mehrheit der europäischen Zentralbanken begrüßte die Entscheidung der Bundesbank, denn dadurch konnte eine neue Zinserhöhungsrunde vermieden werden. Die Haltung der Bundesbank lässt sich durch verschiedene Gründe erklären. Der Preisanstieg in Deutschland beruhte im wesentlichen auf einer Anhebung der administrierten Preise und der Steuern und erforderte deshalb keine neuerliche Verschärfung der Geldpolitik. Die fundamentalen Wirtschaftsbedingungen sind weiterhin günstig, und die Abflüsse im Kapitalverkehr dürften allmählich geringer werden, da die Auswirkungen der Quellensteuer in Deutschland mit grösserer Gelassenheit gesehen werden dürften und der Realzins steigt. Auch externe Gesichtspunkte waren von Bedeutung. In der Tat bemühen sich zahlreiche Handelspartner Deutschlands gegenwärtig, die Inlandsnachfrage mittels einer restriktiveren Geldpolitik zu dämpfen, was die Nachfrage nach deutschen Exporten verringern dürfte. All diese Faktoren dürften alles in allem langfristig die D-Mark stärken.

Die deutsche Politik könnte freilich eine Revision erfahren, wenn die Preissteigerungen dazu führen, dass die Gewerkschaften Lohnerhöhungen eines Ausmasses fordern, das eine Kosteninflation hervorruft, und wenn es den Handelspartnern nicht gelingt, ihre Einfuhren aus Deutschland zu verringern und damit die erforderliche Zahlungsbilanzanpassungen vorzunehmen. Eine solche Entwicklung könnte eintreten, wenn hohe Zinsen in diesen Ländern zu einer Befestigung der jeweiligen Währung führen, was der notwendigen Verringerung der Importe entgegenwirken würde.

Im EWS sind die Verhältnisse an dessen zehntem Geburtstag gut; für die nahe Zukunft wird keine Leitkursanpassung erwartet, und zwischen den Währungen gibt es keine Spannungen. Diese Situation herrscht bereits seit einiger Zeit vor, obwohl sich in jüngster Zeit die Zinsdifferenzen

stark verringert haben. Das Zinsgefälle hat sich zwischen der D-Mark und praktisch allen anderen Verbundwährungen abgeflacht, wobei die dänische Krone ein Extremfall ist, denn in ihrem Fall hat sich die Zinsdifferenz von 4 Prozentpunkten vor einem Jahr auf derzeit 1 1/2 Prozentpunkte reduziert.

Diese Entwicklung ist das Ergebnis eines Zinsrückgangs in Dänemark und eines Zinsanstiegs in Deutschland ebenso wie in anderen Ländern. In ihr schlagen sich die Unterschiede in der Wirtschaftslage nieder; Dänemark steht im dritten Jahr eines faktischen Nullwachstums, wohingegen die meisten anderen europäischen Länder von einem nachhaltigen Wirtschaftsaufschwung profitieren. Das sehr hohe Zinsgefälle, wie es vor einem Jahr bestand, war aus der Sicht der Devisenmärkte eindeutig überzogen; es führte zu Zuflüssen privaten Kapitals über das Ausmass hinaus, das für die Finanzierung des Leistungsbilanzdefizits erforderlich war, und dies trotz einer verhältnismässig starken Position der dänischen Krone im EWS. Mit fortschreitender Verflachung des Zinsgefälles schwächte sich die Krone im Wechselkurssystem ab und lag im Februar in unmittelbarer Nähe ihres unteren Interventionskurses. Am Markt herrschte während dieser Zeit allerdings Ruhe. Die Zentralbank intervenierte lediglich in einigen wenigen Fällen mit sehr kleinen Beträgen. Diese Ruhe war möglich, da der Markt im allgemeinen zuversichtlich war und kurzfristig keine Leitkursneuordnung erwartete. Die Experten waren der Auffassung, dass die Lage der dänischen Krone in unmittelbarer Nähe des Interventionslimits für das gesamte EWS Probleme bringen könnte, weil unerwünschte Reaktionen möglich sind. In der Vergangenheit hatte es so etwas gegeben, aber diesmal war davon weder in Dänemark noch in anderen EWS-Ländern etwas zu erkennen.

Die italienische Lira legte in jüngster Zeit ein nervöseres Kursverhalten als die anderen Währungen an den Tag; von September 1988 bis Mitte Februar 1989 hat sie sich vor allem aufgrund des hohen Zinsgefälles um 2 1/2 % aufgewertet. Etwa Mitte Februar kam diese Haussetendenz als Folge kommerzieller Nachfrage nach Devisen und auch aufgrund der Einführung einer Mindestreserve auf Kreditaufnahmen der italienischen Banken in Fremdwährungen plötzlich zum Stillstand. Daraufhin schwächte sich die Lira in den darauffolgenden zwei Wochen um 1 1/2 % ab; nach der Heraufsetzung des Diskontsatzes um 1 Prozentpunkt Anfang März erholte sie sich dann jedoch wieder. Die Diskonterhöhung war durch binnenwirtschaftliche Überlegungen diktiert. Die grundlegenden Wirtschaftsbedingungen haben sich in letzter Zeit verschlechtert. Das Handelsbilanzdefizit und die Teuerungsrate steigen,

und die Inlandskredite der Banken nehmen kräftig zu. Die Regierung bemüht sich um eine restriktivere Haushaltspolitik, doch erweist sich dies als ein schwieriges Unterfangen, bei dem keine sofortigen Ergebnisse zu erwarten sind. Die Banca d'Italia hat unterdessen ihre Geldpolitik verschärfen müssen.

Der französische Franc hielt sich trotz einer kontinuierlichen Abnahme der Zinsdifferenzen recht gut. Sein Aussenwert ging bis Ende Februar leicht zurück, hat sich aber seither deutlich gefestigt, was im wesentlichen auf die positiven wirtschaftlichen Grundtatbestände zurückzuführen ist. So sind die neusten Zahlen über den Aussenhandel und die Preisentwicklung günstig. Die Entscheidung, die für die Unternehmen einschliesslich der Banken noch bestehenden Kapitalverkehrsbeschränkungen aufzuheben, hat das Vertrauen in den französischen Franc weiter gestärkt.

Die "Überwachungsgruppe" hat die Meinung geäussert, dass die günstige Entwicklung im EWS eine Folge der zunehmenden Konvergenz und auch der Tatsache sei, dass die Zentralbanken das ihnen zur Verfügung stehende Instrumentarium (je nach den Umständen hauptsächlich Wechselkurs und Zinsen) flexibler einsetzen, wodurch weniger Interventionen möglich wurden.

In Grossbritannien lassen sich noch keine klaren Anzeichen einer Konjunkturberuhigung erkennen. Die Zinsen verharrten auf ihrem hohen Niveau, was auf eine Verringerung des Zinsgefälles zum Ausland hinauslief, so dass sich Ende Februar/Anfang März das Pfund unter anderem deswegen abschwächte. Da die verantwortlichen Stellen keine Verstärkung dieser Tendenz wünschten, intervenierte die Bank of England einige Tage lang recht massiv, nachdem der Wechselkurs zur D-Mark auf 3,165 gefallen war. In der Folge stabilisierte sich der Kurs wieder in Erwartung der Vorlage des Budgets am 14. März.

Die spanische Peseta notierte etwas stabiler als vorher. Die Inlandsnachfrage ist in Spanien nach wie vor lebhaft, doch wurden Anfang Februar Massnahmen ergriffen, um den Kapitalzuflüssen zu begegnen. Daraufhin stabilisierten sich die Finanzmärkte etwas. Der Wechselkurs änderte sich nur wenig, und die Zinssätze stiegen, aber in etwa im selben Ausmass wie in den anderen Ländern. Interventionen wurden kaum vorgenommen.

B. Referat von Herrn Papademos

Die Stellvertreter konzentrierten ihre Diskussion auf drei Themen: die relative Stabilität der Devisenmärkte in den letzten Wochen, die Zinspolitik der Bundesrepublik Deutschland und die Ursachen und Auswirkungen der Leistungsbilanzungleichgewichte in der Gemeinschaft.

Der Kurs des US-Dollars gegenüber der D-Mark und anderen europäischen Währungen bewegte sich in den letzten Wochen in einer relativ engen Bandbreite; beeinflusst wurde er von den Änderungen im Zinsgefälle und von der Haltung des Marktes hinsichtlich der Wirtschaftspolitik für die kommenden Monate. Einige Stellvertreter halten das derzeitige Kursniveau D-Mark/Dollar für befriedigend; andere finden, es sei immer noch hoch und trage nicht zum Anpassungsprozess bei. Man kam jedoch zur Auffassung, dieser Kursstand sei insofern akzeptabel, als das binnenwirtschaftliche Umfeld eine erneute Zinserhöhung in Deutschland und anderen europäischen Ländern offenbar nicht rechtfertigt, und da die Interventionen unter den derzeitigen Umständen keine nennenswerte Wirkung zeitigen können.

Die Stellvertreter zeigten sich zufrieden, dass im EWS im vergangenen Monat trotz der Verminderung der Zinsdifferenzen zwischen der D-Mark und einigen Systemwährungen Stabilität herrschte. Der Entschluss der Deutschen Bundesbank, die Zinssätze nicht weiter ansteigen zu lassen, ist von den Stellvertretern begrüßt worden. Indem sie den Lombardsatz entgegen den Erwartungen des Marktes nicht anhub und einen niedrigeren festen Satz für die Pensionsgeschäfte ankündigte, gab die Bundesbank den Märkten ein sehr deutliches Signal. Diese Entscheidungen wurden damit gerechtfertigt, dass die Geldpolitik schon beträchtlich verschärft worden war, was durch das Niveau der kurzfristigen Zinssätze, das etwa doppelt so hoch ist wie vor einem Jahr, bewiesen wird. Die Beschleunigung der Teuerung im Januar wurde als eine Anomalie, verursacht durch die Einführung indirekter Steuern, angesehen, und es wurde ihr bei der früheren Festsetzung der Zinssätze Rechnung getragen. Da überdies die deutsche Wirtschaft exportorientiert ist, könnte ein Anstieg der Zinssätze nicht viel zur Bremsung der Gesamtnachfrage beitragen; diese Verlangsamung könnte nur durch eine Verminderung der Importe aus den Handelspartnerländern Deutschlands erreicht werden. Es wurde jedoch vermerkt, dass die Situation auf dem Arbeitsmarkt, die in einigen Sektoren gespannt ist, und der hohe Auslastungsgrad der Kapazitäten gegen Ende Jahr die Löhne hochdrücken könnten.

Trotz der Verengung des Zinsgefälles entwickelte sich der französische Franc unter dem Einfluss besserer wirtschaftlicher Eckdaten günstig, z.B. der Verminderung des Inflationsgefälles gegenüber Deutschland und der Liberalisierung des Kapitalverkehrs. Die französische Erfahrung ist ein erneuter Beweis dafür, dass Massnahmen zur Liberalisierung des Kapitalverkehrs, die mit einer geeigneten Wirtschaftspolitik einhergehen, zu einer Stärkung der Währung führen können. Überdies sind die langfristigen Zinssätze

in Frankreich zur Zeit niedriger als vor einem Jahr, was den Erfolg und die Glaubwürdigkeit der Desinflationspolitik zeigt.

In Dänemark liessen die Behörden einen Anstieg der inländischen Zinssätze wegen der anhaltenden Schwäche des Wirtschaftswachstums nicht zu, und auch weil verminderte Zinsdifferenzen nicht als dem Gleichgewicht der Zahlungsbilanz widersprechend angesehen werden. Massnahmen in anderen Politikbereichen wurden ergriffen, um die Ungleichgewichte zu korrigieren. Die dänische Krone verharrte infolge des geringeren Zinsgefälles nahe ihrem unteren Interventionspunkt; sie kam jedoch nie unter übermässigen Druck, der Interventionen erfordert hätte.

Nach Ansicht eines Stellvertreters könnte sich die jüngste relative Stabilität des EWS als trügerisch erweisen: Die Ungleichgewichte der Zahlungsbilanzen und die divergierenden Ergebnisse bei der Inflation scheinen sich eher zu verstärken, was zu Problemen führen könnte, vor allem wenn die Zinsdifferenzen nicht zur Wiederherstellung des Gleichgewichts genutzt werden können.

Die Stellvertreter diskutierten über gewisse Ursachen und Auswirkungen der Leistungsbilanzungleichgewichte in der Gemeinschaft. Es wurde hervorgehoben, dass der Kapitalverkehr, der durch die Hochzinspolitik in den Ländern mit Konjunkturüberhitzung ausgelöst wird, die Leistungsbilanzungleichgewichte verursachen und aufrechterhalten kann. Die Aufwertung der Währung und der auf kurze Sicht bescheidene Einfluss der hohen Zinssätze auf die Wirtschaftstätigkeit könnten zu einem solchen Ergebnis führen. Es wurde behauptet, die Ungleichgewichte der Leistungsbilanzen seien nicht mehr von Bedeutung, wenn die finanzielle Integration vollständig sei und die Gemeinschaft nur noch eine einzige Währung habe. Andere Stellvertreter erklärten sich mit dieser Ansicht gar nicht einverstanden und unterstrichen, dass die Leistungsbilanzdefizite, selbst wenn sie ohne weiteres durch den Markt finanziert werden, Auswirkungen auf Beschäftigungslage und Produktion haben, und wenn sie andauern, sich auch finanziell auswirken. Überdies bedeute die finanzielle Integration nicht, dass die Leistungsbilanzungleichgewichte ohne Bedeutung seien, solange ein Inflationsgefälle bestehe und die Wechselkurse nicht absolut fest seien.

Schliesslich billigten die Stellvertreter einen Vorschlag der Expertengruppe, versuchsweise das Telekonferenznetz für die Übermittlung von Daten zu verwenden.

C. Diskussion des Ausschusses

Herr Ciampi gibt einige Erläuterungen zur Situation in Italien und insbesondere zu den Gründen ab, die zur Erhöhung des Diskontsatzes führten und deren wichtigste von Herrn Dalgaard genannt wurden. Die wirtschaftliche Lage Italiens sei von einer starken Inlandsnachfrage und einem kräftigen Wachstumszyklus geprägt. Seit 1984 halte dieses Wachstum mit einem Rhythmus von über 3 % an und habe 1988 4 % erreicht. Im vergangenen Jahr sei die Inlandsnachfrage besonders kräftig gewesen, und zwar sowohl bei den Investitionen als auch beim Verbrauch. Der Auslastungsgrad der Produktionskapazitäten sei sehr hoch, die Auftragsbücher der Unternehmen voll, und die Bankkredite hätten innerhalb von einem Jahr um fast 20 % zugenommen. Das Defizit des öffentlichen Sektors sei immer noch beträchtlich und übe eine prozyklische Wirkung aus; es sei daher nötig, Massnahmen zu ergreifen, um einerseits dieses Defizit in Grenzen zurückzuführen, die strukturell mit einer vernünftig geführten Wirtschaftspolitik vereinbar seien, und andererseits die eindeutig überhitzte Inlandsnachfrage zu bremsen. Die Regierung habe Ende 1988 einige Initiativen ergriffen, aber diese genügten nicht, um der Verschlechterung der öffentlichen Finanzlage Einhalt zu gebieten. Man müsste mehr tun, insbesondere die Ausgaben einschränken, wodurch heikle Bereiche wie Rentner, Gesundheitswesen und Transferzahlungen zugunsten lokaler Gemeinwesen berührt würden. Es sei auch nötig, sich den Forderungen des öffentlichen Sektors nach Gehaltserhöhungen zu widersetzen. Dieser Wille und die Erkenntnis nach der Notwendigkeit zu handeln seien noch nicht in konkrete Massnahmen umgesetzt worden, während unterdessen beunruhigende Anzeichen einer Verschlechterung aufgetreten seien. So habe die Teuerung, die sich 1988 auf einer Jahresrate von 4,5 - 5 % stabilisiert hatte, wieder zugenommen und im Februar auf der Basis der Verbraucherpreise eine Jahresrate von 6,3 % erreicht. Auch bei der Handelsbilanz sei eine Verschlechterung eingetreten, weniger weil die Exporte zurückgingen, als weil die Importe sehr stark zunähmen, was die Stärke der Inlandsnachfrage bestätige. Unter diesen Umständen, und bis haushaltpolitische Massnahmen ergriffen werden, habe die Banca d'Italia geldpolitische Massnahmen vorgeschlagen. Zunächst einmal seien für die Einlagen der Gebietsfremden bei den italienischen Banken Pflichtreserven vorgeschrieben worden, um insbesondere der ungleichen Behandlung bei der Entgegennahme von Mitteln im Inland oder im Ausland ein Ende zu machen. Das System der Zuteilung der Schatzwechsel sei geändert worden, indem der Mindestpreis abgeschafft wurde. Der Versuch sei mit den

dreimonatigen Schatzwechselln begonnen worden; dann habe man ihn auf die sechs- und zwölfmonatigen ausgedehnt. Italien habe die allgemeine Erhöhung der Zinssätze im Januar nicht mitgemacht, denn das Zinsgefälle gegenüber den anderen Währungen sei bedeutend gewesen und die Lira habe fest notiert. Anfang März sei jedoch der Diskontsatz aus den schon genannten, im wesentlichen innenpolitischen Gründen angehoben worden. Das Ziel sei nicht, die Lira fester werden zu lassen, aber es sei klar, dass eine starke Währung einer Politik der Desinflation nur hilfreich sein könne.

Herr Pöhl möchte einen Moment auf die Mitteilung der Kommission an den Rat mit dem Titel "Das EWS nach zehn Jahren des Bestehens" zurückkommen. Nachdem er diesen Text überflogen habe, sei er über dessen Inhalt, Stil und Ton erstaunt; er sei auch ein bisschen erstaunt über die Erklärung des Ausschussvorsitzenden. Das EWS beruhe auf einer Übereinkunft zwischen den Zentralbanken, und die Kommission habe keine Befugnisse bei seiner Verwaltung; es überrasche daher, dass sie den Ministern eine markante Zusammenfassung der ersten zehn Jahre des Bestehens des Systems vorlege, ohne zuvor die Zentralbanken zu konsultieren und sie um Stellungnahme zu bitten. Andererseits würden einige Absätze, beispielsweise jene über die Rolle der ECU oder die institutionellen Aspekte, einseitig dargestellt und gäben zu ernstlichen Einwänden Anlass, während umgekehrt die Rolle der Konvergenz nicht genügend hervorgehoben würde.

Herr Delors zeigt sich von dieser Kritik überrascht, denn in ihrer Mitteilung mache die Kommission keinerlei Vorschläge und habe keineswegs die Absicht, sich in die Verwaltung eines Mechanismus einzumischen, der in die ausschliessliche Zuständigkeit der Notenbankpräsidenten falle. Der Text sei bescheiden, nüchtern, und man könne schlecht begreifen, dass die Kommission die Erfahrung des EWS nicht kommentieren, seinen Erfolg begrüßen und die Zentralbanken zu der Rolle, die sie gespielt haben, beglückwünschen solle. Im Gegensatz zu dem, was sich 1984 abgespielt habe, habe die Kommission seit 1985 immer darauf verzichtet, Vorschläge betreffend das EWS zu machen und in Angelegenheiten einzugreifen, die in die alleinige Verantwortlichkeit der Zentralbankpräsidenten fielen. Der Präsident der Kommission selbst sei immer sehr zurückhaltend gewesen, und er könne daher eine Kritik, die ihm ungerechtfertigt scheine, nicht akzeptieren.

III. Verabschiedung des Ausschussberichts an die EG-Finanzminister über die Entwicklung an den Devisenmärkten der neunzehn an der Konzertation beteiligten Länder im Februar und in den ersten Märztagen 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 Berichts Nr. 34 der Expertengruppe unter dem Vorsitz von Herrn Raymond über die Geldpolitik in den EG-Mitgliedstaaten

A. Referat von Herrn Raymond

In ihrem vorhergehenden Bericht vom November 1988 haben die Experten die wirtschaftliche und monetäre Lage in der Gemeinschaft sowie die Möglichkeiten einer besseren Konvergenz zwischen den Mitgliedstaaten ausführlicher untersucht. Die Zentralbankpräsidenten hatten gewünscht, über diesen "Lagebericht" zu verfügen, ehe sie die Geldpolitik für das kommende Jahr festlegten.

Der vorliegende Bericht nimmt Kenntnis von den so getroffenen Entscheidungen und versucht zum Schluss, die gegenseitige Vereinbarkeit der nationalen Ziele zu beurteilen. Die Experten konnten gleichzeitig nicht umhin, die seit November 1988 ergriffenen neuen Massnahmen aufzuzählen.

Gegenüber ihrem Bericht vom November haben die Experten ihre Einschätzung des Wachstums und der Inflation sowohl für die Berichtsperiode als auch für das ganze Jahr 1989 nach oben revidiert. Sie bestätigten, dass der internationale Anpassungsprozess der Zahlungsbilanzen zum Stillstand gekommen ist.

Innerhalb wie auch ausserhalb der Gemeinschaft steigen die Teuerungs-raten. Dies ist selbst in Ländern deutlich, in denen die Teuerungs-raten am niedrigsten waren, was die Gruppe, aufgrund der Mitte Februar bekannten Ergebnisse, zum Schluss geführt hat, dass sich die Konvergenz etwas verbessert. Möglicherweise werden die pessimistischeren Informationen, die in den letzten paar Tagen von den Ländern ausserhalb des Wechselkursmechanismus abgegeben wurden, eine Revision dieser Schlussfolgerung erfordern. Alles in allem hatten die Experten jedoch den Eindruck, dass die in den Lohnstückkosten

ausgedrückte zugrundeliegende Teuerung in den Jahren 1989 und 1990 relativ gut in Grenzen gehalten werden sollte.

Die Divergenzen bei den Leistungsbilanzen verschärfen sich in der Gemeinschaft weiter. Der Überschuss der Bundesrepublik bleibt sehr bedeutend. Die wachsenden und manchmal schon hohen Defizite treten ausserhalb der Zone der Währungen mit enger Schwankungsbreite auf, sei es wegen einer konjunkturellen Überhitzung, sei es wegen einer Verschlechterung der öffentlichen Finanzlage in Ländern, wo sie ohnehin schon relativ ungünstig war.

Der Bericht erwähnt die seit November in einer Anzahl Länder der Gemeinschaft eingetretene Verschärfung der Geldpolitik, sowohl aus binnenwirtschaftlichen Gründen (wie Wiederaufkommen von Inflationsdruck oder kräftige Expansion der Kredit- und Geldmengenaggregate) als auch infolge der Entwicklung der Wechselkurse. Unter den am Wechselkursmechanismus teilnehmenden Ländern haben nur Dänemark, Irland und - bis Anfang März - Italien ihre Zinssätze nicht angehoben.

Im Durchschnitt stiegen die kurzfristigen Zinssätze zwischen Oktober und Februar nominal um etwa 1,5 Punkte. Der Anstieg der langfristigen Sätze war geringer, was ein Zeichen für ein gewisses Vertrauen der Märkte in die Reaktion der Zentralbanken ist. Inflationsbereinigt haben sich die langfristigen Zinssätze alles in allem seit dem vergangenen Oktober nicht nennenswert verändert (ausser in den Niederlanden und Spanien, wo sie gestiegen sind); ihr gewogener Durchschnitt in der Gemeinschaft bleibt nahe 4 %, was der niedrigste Stand seit acht Jahren ist.

Die Experten haben die für 1989 angekündigten geldpolitischen Programme geprüft. Quantitative Ziele sind in Deutschland, Frankreich, Italien, Spanien, Portugal und Griechenland festgelegt worden. In den drei erstgenannten Ländern - Deutschland, Frankreich, Italien - unterscheiden sich diese Ziele kaum von jenen für das Jahr 1988. In den anderen drei Ländern zeigt sich in den Zielen der Wunsch der Behörden, ihrer Politik eine restriktivere Ausrichtung zu geben.

In Grossbritannien wird die geldpolitische Strategie Mitte März festgelegt werden, kurz vor Beginn des nächsten Geschäftsjahrs am 1. April.

Belgien, Dänemark, Irland und die Niederlande haben unterstrichen, dass sie dem Ziel der Stabilität des Wechselkurses ihrer Währung im EWS weiterhin Vorrang einräumen.

Die Gruppe zieht den Schluss, dass die für 1989 angekündigten geldpolitischen Programme überall darauf abzielen, dem etwas stärker

auftretenden Inflationsdruck zu begegnen, dass sie aber nur wenig - wenn überhaupt etwas - zur Verminderung des Inflationsgefälles zwischen den Mitgliedstaaten beitragen können und, soweit man das vorhersehen kann, den Abbau der Divergenzen bei den Leistungsbilanzen nicht fördern werden.

Selbstverständlich wäre es wünschenswert, wie es die Gruppe übrigens schon oft in früheren Berichten gesagt hat, zu einer klareren Differenzierung der angewandten Politiken zu gelangen, und heute geht es vor allem um die Zinspolitik.

Wie jedoch schon der Bericht Nr. 33 hervorhob, stösst eine derartige Strategie zur Zeit auf verschiedene Hindernisse:

- Die Länder mit einem Leistungsbilanzüberschuss, die auch die niedrigsten Inflationsraten haben, sehen im Moment wegen des jüngsten Inflationsschubs von einer expansiveren Politik ab, so dass das ganze Gewicht der Bemühungen auf den anderen läge.
- Just in den Ländern, wo der Saldo der Leistungsbilanz und die Teuerung ein noch restriktiveres Vorgehen rechtfertigen würden, schränken verschiedene Faktoren die Möglichkeit oder den Willen ein, die Zinssätze weiter anzuheben: soziale Faktoren (hohe Arbeitslosigkeit), finanzpolitische Faktoren (die Zinslast der staatlichen Verschuldung) oder mit dem Wechselkurs zusammenhängende Faktoren, d.h. durch hohe Zinsen angelockte Kapitalzuflüsse.

Der Bericht betont ferner, dass man Interesse daran hätte, den "policy mix" zu ändern, damit nicht die ganze Korrektur der Ungleichgewichte, insbesondere der Leistungsbilanz, allein auf der Geldpolitik lastet.

Da der Bericht Nr. 34 im wesentlichen den Bericht vom November auf den neusten Stand bringt, ist er einerseits an einer einzigen Sitzung der Gruppe verfasst worden, andererseits ist die Grundsatzdiskussion über die Wege zur Verstärkung der Konvergenz nicht wieder aufgenommen worden. Alles in allem sind die verschiedenen Gruppen von Ländern, jene mit Überschuss, jene mit Defizit, jene mit starker Inflation, jene mit schwacher Inflation, der Ansicht, sie verfügten über einen sehr engen Handlungsspielraum, und sie haben erneut die Standpunkte verteidigt, die den Notenbankpräsidenten in Kapitel III des Berichts Nr. 33 vom vergangenen November dargelegt wurden, auf das somit verwiesen wird.

B. Referat von Herrn Papademos

Die Stellvertreter dankten zunächst Herrn Raymond und der Expertengruppe für den ausgezeichneten Bericht. Dies ist der erste der neuen Reihe von Analysen, die sich die Zentralbankpräsidenten im vergangenen November wünschten, und er macht den Anfang dieser systematischeren und vertieften Analysen der Geldpolitik in der Gemeinschaft.

Die Stellvertreter fanden, dass der Bericht die nachstehend dargelegten Hauptfaktoren hervorhob, die zur Zeit die Geldpolitik beeinflussen.

1. Die Gefahr einer tendenziellen Beschleunigung der Inflation darf nicht unterschätzt werden. Die jüngsten Daten weisen mehrheitlich darauf hin, dass der Nachfragedruck stark bleibt und dass in einigen Ländern die Teuerung die Prognosen übertreffen könnte, und zwar selbst die revidierten Prognosen des Berichts Nr. 34. Dies ist besorgniserregend und wird dem Markt immer mehr bewusst. Wird dieser Inflationsdruck nicht frühzeitig eingedämmt, könnte sich die Wiederherstellung der Preisstabilität schliesslich als sehr kostspielig erweisen. Man fragte sich, ob die Geldpolitik noch mehr verschärft werden sollte, um diesem Inflationsschub Einhalt zu gebieten. Bisher scheint eine weitere allgemeine Verschärfung der Geldpolitik nicht notwendig, obschon die Umstände nicht in allen Ländern gleich sind.

2. Das derzeitige Ausmass der Differenzierung der Geldpolitik unter den Staaten der Gemeinschaft ermöglicht an sich noch keine Verminderung der aussenwirtschaftlichen Ungleichgewichte. Die Stellvertreter sind der Meinung, dass solche Ungleichgewichte sich auf lange Sicht als untragbar erweisen könnten; ein Korrekturversuch, der sich allein auf geldpolitische Massnahmen stützt, könnte jedoch ungenügend sein. Die Geldpolitik könnte sich in einem Konflikt zwischen binnen- und aussenwirtschaftlichen Erwägungen sehen; in der Tat bewirkt eine Erhöhung der Zinssätze Kapitalzuflüsse, die entweder zu einem Anziehen des Wechselkurses führen oder dazu, dass die Geldmengenaggregate ausser Kontrolle geraten. In einigen Ländern wird die Möglichkeit, den geldpolitischen Zügel anzuziehen, durch andere Zwänge beschränkt, und die Notwendigkeit, eine bessere Zusammensetzung der Wirtschaftspolitik zu erzielen, tritt deutlich hervor. Überdies wurde beobachtet, dass die Wirksamkeit der Zinspolitik nicht in allen Ländern der Gemeinschaft gleich ist.

Der spanische Stellvertreter wies darauf hin, dass die jüngsten Wirtschaftsindikatoren in seinem Land nicht sehr ermutigend seien. Die

Geldmengenexpansion übersteige weiterhin die Zielbandbreite, und dies trotz des Verlusts an Devisenreserven. Aus den vorläufigen Schätzungen für die ersten beiden Monate dieses Jahres gehe ein Anstieg der Teuerung und eine weitere Verschlimmerung des Handelsbilanzdefizits hervor. Diese schwierige Lage werde durch Komplikationen im Zusammenhang mit der Verfassungsmässigkeit einiger Aspekte des Gesetzes über die direkten Steuern sowie durch die derzeitige politische Konfrontation zwischen den Gewerkschaften und der Regierung noch weiter erschwert. Der Druck nach Lohnerhöhungen sei stark, und die Lohnstückkosten werden 1989 wahrscheinlich steigen.

Einige Stellvertreter vermerkten, dass in einigen Ländern offenbar ein enger Zusammenhang zwischen dem Auftreten inflationären Drucks und der starken Ausweitung der Geldmengenaggregate in den letzten Jahren besteht. Selbst wenn anfänglich eine teilweise mit den Finanzinnovationen verbundene Veränderung der Geldnachfrage die rasche Geldmengenexpansion erklärte, hat diese zu den derzeit beobachteten inflationären Spannungen beigetragen.

Mehr generell sind zwei Punkte hervorgehoben worden:

- das zum jetzigen Zeitpunkt auf die Stabilität der Wechselkurse gelegte Gewicht sollte nicht von der Notwendigkeit ablenken, bei der Konvergenz Fortschritte zu erzielen;
- das Problem der Konvergenz; vor allem die Beseitigung der ausserwirtschaftlichen Ungleichgewichte wird wahrscheinlich ohne Änderung des "policy mix" nicht gelöst werden.

Der Vorsitzende macht einige Bemerkungen zur Situation in Griechenland. Die Expansion des breit definierten Geldmengenaggregats habe sich 1988, verglichen mit 1987, etwas verlangsamt, sei jedoch immer noch weit über die Zielvorgabe hinausgegangen. Dieses "Überschiessen" sei hauptsächlich die Folge der schwierigen Finanzlage der öffentlichen Hand gewesen; der Kreditbedarf der öffentlichen Hand sei um 3 Prozentpunkte des BIP gestiegen und habe rund 16 % erreicht. Die Geldpolitik sei ziemlich restriktiv gewesen, wenn man nach den realen Zinssätzen urteile, die gestiegen seien und im Sommer 1988 auf beinahe 10 % standen. Ein grösserer Anteil des Kreditbedarfs des Staates sei vom Nichtbankensektor gedeckt worden. Die Haushaltspolitik für 1989 sehe ein Defizit in der gleichen Grössenordnung vor, gemessen am BIP, wie 1988, was bedeute, dass die Geldpolitik erneut die Hauptlast der Anpassung zu tragen habe. Man müsse daher eine Politik der hohen Realzinsen verfolgen, was sich natürlich negativ auf einen schon jetzt schweren öffentlichen Schuldendienst auswirke.

V. Weitere Fragen innerhalb der Zuständigkeit des Ausschusses

Es lagen keine weiteren Fragen vor.

VI. Zeit und Ort der nächsten Sitzung

Die nächste Sitzung findet am Dienstag, dem 11. April 1989, um 9.30 Uhr in Basel statt.

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

FEBRUAR 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 Februar und während der ersten Märztag 1989.

I. ENTWICKLUNG DER WECHSELKURSE

Das Geschehen an den Devisenmärkten war im Februar 1989 durch folgende Entwicklungen gekennzeichnet:

- Abschwächung des US-Dollars gegenüber allen Währungen mit Ausnahme des Pfund Sterling und des kanadischen Dollars;
- Festigung der D-Mark gegenüber allen anderen Währungen im Gefolge steigender deutscher Zinsen und einer allgemeinen Abschwächung der hochverzinslichen Währungen;
- keine Spannungen innerhalb des EWS.

Der US-Dollar büsste im Februar einiges von der Stärke ein, die er Ende Januar und Anfang Februar gezeigt hatte, da der der neuen Administration entgegengebrachte Optimismus abklang und die Perspektiven für

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

Kapitalanlagen in den USA ungünstiger auszusehen begannen. Die Sorgen über das Ausmass des Inflationsproblems in den USA stiegen angesichts von Wirtschaftsdaten, die eine anhaltende und in ihrer Stärke überraschende Dynamik der Wirtschaftsentwicklung erkennen liessen. Gleichzeitig verstärkte sich die Erwartung, dass es in den übrigen Ländern eine Verschärfung der monetären Bedingungen geben werde. Das Bekanntwerden - zur Monatsmitte - einer leichten Abnahme des US-Handelsbilanzdefizits im Dezember wurde als wenig ermutigend angesehen, und die Diskontsatzserhöhung um 1/2 Prozentpunkt auf 7 % hatte ebenfalls wenig Einfluss auf den Wechselkurs. Da der Berufshandel eine vorsichtigeren Haltung einzunehmen begann, gab der Dollarkurs nach und notierte am Monatsende gegenüber der D-Mark um 2 % und gegenüber dem Yen um 1,6 % niedriger.

Innerhalb des EWS kam es nicht zu Spannungen. Die bedeutendsten Positionsänderungen betrafen die italienische Lira, die sich in der zweiten Monatshälfte abschwächte, und die dänische Krone, die weiter nachgab und zuletzt nahe am unteren Interventionspunkt notierte.

Die D-Mark hat sich gegen alle in Frankfurt amtlich notierten Währungen deutlich befestigt. Ihr gewogener Aussenwert gegenüber vierzehn wichtigen Industrieländern (1972 = 100) erhöhte sich von 167,5 % am 31. Januar auf 169,1 % am 28. Februar. Neben einer stärkeren Beachtung fundamentaler Fakten dürfte hierzu der starke Anstieg der Zinssätze in Deutschland beigetragen haben.

Der französische Franc blieb in der Berichtsperiode die meiste Zeit über stabil. Neben dem Anstieg der inländischen Zinssätze trug hierzu die Veröffentlichung von günstigen Wirtschaftsdaten für Januar bei (Abnahme des Handelsbilanzdefizits auf FF 2,8 Mrd. nach FF 4,8 Mrd. im Dezember und Anstieg der Einzelhandelspreise um 0,4 %, was auf Jahresrate hochgerechnet nur 3,3 % waren).

Vor dem Hintergrund einer allgemeinen Erhöhung der Zinsen der wichtigsten Fremdwährungen sah sich die Banque Nationale de Belgique veranlasst, die Sätze für kurzfristige Papiere des Schatzamtes ebenfalls - in mehreren Schritten - anzuheben und in mässigem Umfang zugunsten des belgischen Franc zu intervenieren.

Der holländische Gulden festigte sich leicht gegenüber den meisten EWS-Währungen und verblieb im oberen Teil der Bandbreite. Sein Wechselkurs zur D-Mark veränderte sich per saldo kaum, obwohl die Zinsdifferenzen abnahmen.

Die dänische Krone blieb die schwächste Währung im Wechselkurs-

verbund. Das Zinsgefälle zu den internationalen Märkten flachte sich weiter ab, da die dänischen Zinssätze nicht so stark anstiegen wie die in den meisten anderen Ländern.

Das irische Pfund schwächte sich geringfügig ab, blieb aber weit in der oberen Hälfte des EWS-Bandes. Kapitalabflüsse im Monatsverlauf schlugen sich in Nettodevisenabgaben der Central Bank of Ireland nieder.

Kapitalzuflüsse bewirkten während der ersten Monatshälfte einen weiteren Kursanstieg der italienischen Lira im EWS. Nach der Ankündigung, dass das Reservesoll von 25 % für Verbindlichkeiten der Banken auf deren Fremdwährungsverschuldung ausgedehnt werde, schwächte sich die Lira in der dritten Februarwoche auch infolge einer Verringerung der Zinsdifferenzen und der Stärke der D-Mark ab. Die Banca d'Italia intervenierte den ganzen Monat über kursglättend auf beiden Seiten des Marktes; gleichwohl saldierten sich ihre Interventionen am Monatsende zu DM-Käufen.

Das Pfund Sterling geriet im Februar aufgrund von Verkäufen des Berufshandels des öfteren unter Abgabedruck, wobei Befürchtungen, das die Währung begünstigende Zinsgefälle werde sich abflachen, eine Rolle spielten. In der zweiten Monatshälfte verstetigte sich der Abwertungsdruck aufgrund von Besorgnissen bezüglich der britischen Handelsbilanzdaten für Januar (veröffentlicht am 1. März), was zu der nervösen Atmosphäre beitrug. Der Index des gewogenen Aussenwerts des Pfund Sterling sank um 2,4 % auf 95,8 (1985 = 100).

Die griechische Drachme geriet im Monatsverlauf etwas unter Druck. Sie wertete sich gegenüber der ECU um 0,7 % ab und gegenüber dem US-Dollar um 0,7 % auf. Ihr gewogener Aussenwert sank um 0,6 %.

Die spanische Peseta büsste im Anschluss an die am 1. Februar eingeführten Devisenkontrollmassnahmen - trotz der Anhebung des Tagesgeldinterventionssatzes am 3. Februar um 1 weiteren Prozentpunkt auf 13,4 % und des Satzes für dreimonatige Offenmarktgeschäfte mit Rückkaufsvereinbarung am 6. Februar um 0,5 Prozentpunkte auf 13 % durch die Banco de España - etwas Terrain ein. Gegenüber der ECU notierte sie am Monatsende 0,7 % niedriger und gegenüber dem US-Dollar 0,7 % höher.

Die Abwertung des portugiesischen Escudo betrug im gewogenen Mittel 0,25 %, was im Einklang mit der offiziellen Wechselkurspolitik stand. Gegenüber dem US-Dollar gewann der Escudo 0,8 % an Wert.

Der Schweizer Franken vermochte sich auf niedrigem Niveau zu stabilisieren. Trotz einer leichten Abschwächung gegenüber den EWS-Währungen ergab sich exportgewichtet eine Wertsteigerung um 0,4 %. Der Indexanstieg

ist auf die Abschwächung einzelner anderer Währungen zurückzuführen. Gegenüber dem US-Dollar festigte sich der Franken um rund 2 %. Der Zinsanstieg am inländischen Geldmarkt setzte sich nur noch verlangsamt fort, so dass sich die Zinsdifferenz zugunsten anderer Währungen wieder ausweitete.

Der Schilling festigte sich gegenüber dem US-Dollar um 1,9 %; die Monatsamplitude betrug 3,7 %. Gegenüber der D-Mark schwankte der Schilling nur um 0,06 %.

Die anhaltende Stabilität der norwegischen Krone während der ersten Februarwochen ermöglichte es der Norges Bank, ihren Satz für Tagesgeld mit Wirkung vom 14. Februar um weitere 0,5 Prozentpunkte von 11,5 % auf 11,0 % zurückzunehmen. Gegen Monatsende neigte die Krone jedoch zur Schwäche, weshalb ihr gewogener Aussenwert über den gesamten Monat gesehen um 0,5 % sank.

Die schwedische Krone schwächte sich zur Monatsmitte aufgrund einer Verringerung der Zinsdifferenzen gegenüber ausländischen Währungen ab. Die Notenbank entzog dem Markt Liquidität und die Zinssätze aller Laufzeiten stiegen an. Bei einem Indexstand von rund 131,0 stabilisierte sich die Krone.

Die Finnmark wertete sich im gewogenen Mittel leicht ab. Die kurzfristigen Zinssätze schwankten im Berichtszeitraum recht stark, doch lagen sie im Durchschnitt etwas niedriger als im Januar.

Der Yen gewann gegenüber dem US-Dollar 1,6 % an Wert und notierte am Monatsende bei Yen 127,15; in dieser Entwicklung schlug sich die am Markt wachsende Erkenntnis nieder, dass eine Reduzierung des Haushaltsdefizits der USA nicht so unmittelbar bevorstand, wie erwartet worden war. Gegenüber der D-Mark wertete sich der Yen um 0,5 % ab.

Der kanadische Dollar notierte bei US-\$ 0,8344, womit sich sein Kursrückgang gegenüber dem US-Dollar auf 1,3 % und im gewogenen Mittel auf 1,6 % stellte. Am Monatsanfang hatte die kanadische Währung unter dem Einfluss von Nettozuflüssen ausländischen Kapitals ihren höchsten Stand seit sieben Jahren erreicht. Gegen Ende des Monats schwächte sie sich jedoch als Reaktion auf die Veröffentlichung ungünstiger Handelsbilanzzahlen und Anzeichen dafür, dass die Leistungsbilanz im Schlussquartal des Jahres 1988 ein hohes Defizit aufweisen werde, ab. Zum Kursrückgang des kanadischen Dollars trug in der zweiten Monatshälfte auch die Schwäche einer Reihe anderer hochverzinslicher Währungen bei.

II. INTERVENTIONEN

A. Interventionen in US-Dollar

Die Interventionen in US-Dollar saldierten sich zu Nettoverkäufen in Höhe von US-\$ 3,3 Mrd. gegenüber US-\$ 4,1 Mrd. im Januar. Von den Nettoabgaben entfielen nur US-\$ 0,8 Mrd. auf solche gegen D-Mark, verglichen mit US-\$ 4,1 Mrd. im Januar. Die grössten Abgaben entfielen auf die Banco de España, die Bank of Canada und die Norges Bank, wohingegen die Finlands Bank die bedeutendsten Käufe vornahm.

B. Interventionen in Gemeinschaftswährungen und in privater ECU

Die Interventionen in EWS-Währungen und privaten ECU von seiten der EG-Zentralbanken beliefen sich umgerechnet auf US-\$ 1,9 Mrd. gegenüber US-\$ 4,2 Mrd. im Januar 1989. Die Interventionen bestanden hauptsächlich aus Käufen von D-Mark, wobei die Banca d'Italia und die Banco de España die grössten Beträge erwarben.

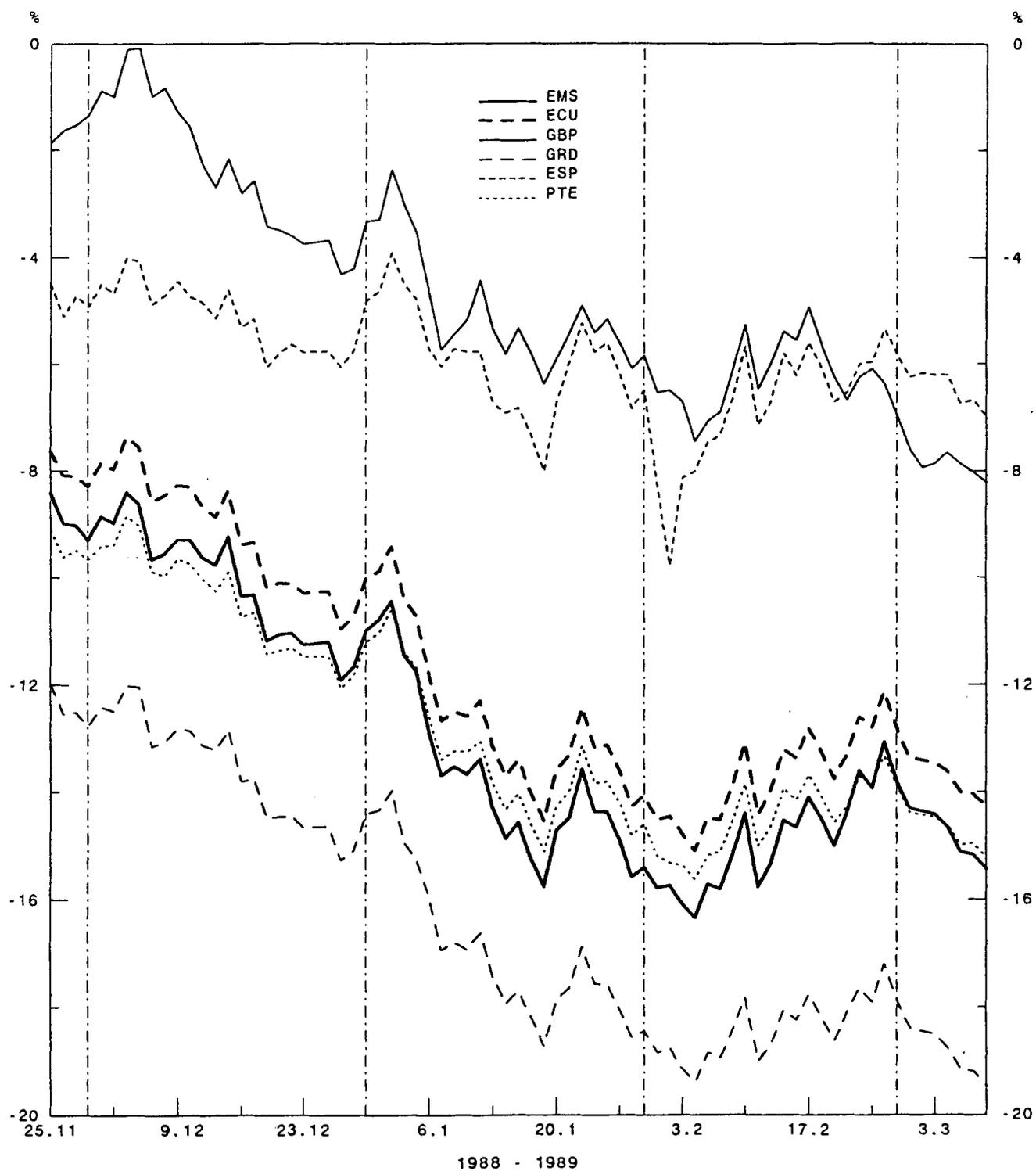
III. ENTWICKLUNG IM LAUFENDEN MONAT BIS ZUM 10. MÄRZ

Der Dollar festigte sich während der ersten Märztag unter dem Einfluss niedrigerer europäischer Zinsen. Nach Bekanntgabe der US-Beschäftigungszahlen setzte der Dollar seinen Kursanstieg fort.

Nachhaltige Interventionen stützten das Pfund Sterling.

Innerhalb des Europäischen Wirtschaftssystems zeigten die italienische Lira und der französische Franc vor dem Hintergrund des Zinsrückgangs in Deutschland eine festere Tendenz. Die Banca d'Italia hob den Diskontsatz von 12,5 % auf 13,5 % an, während in Frankreich die restlichen für Unternehmen und Banken geltenden Kapitalverkehrsbeschränkungen aufgehoben wurden.

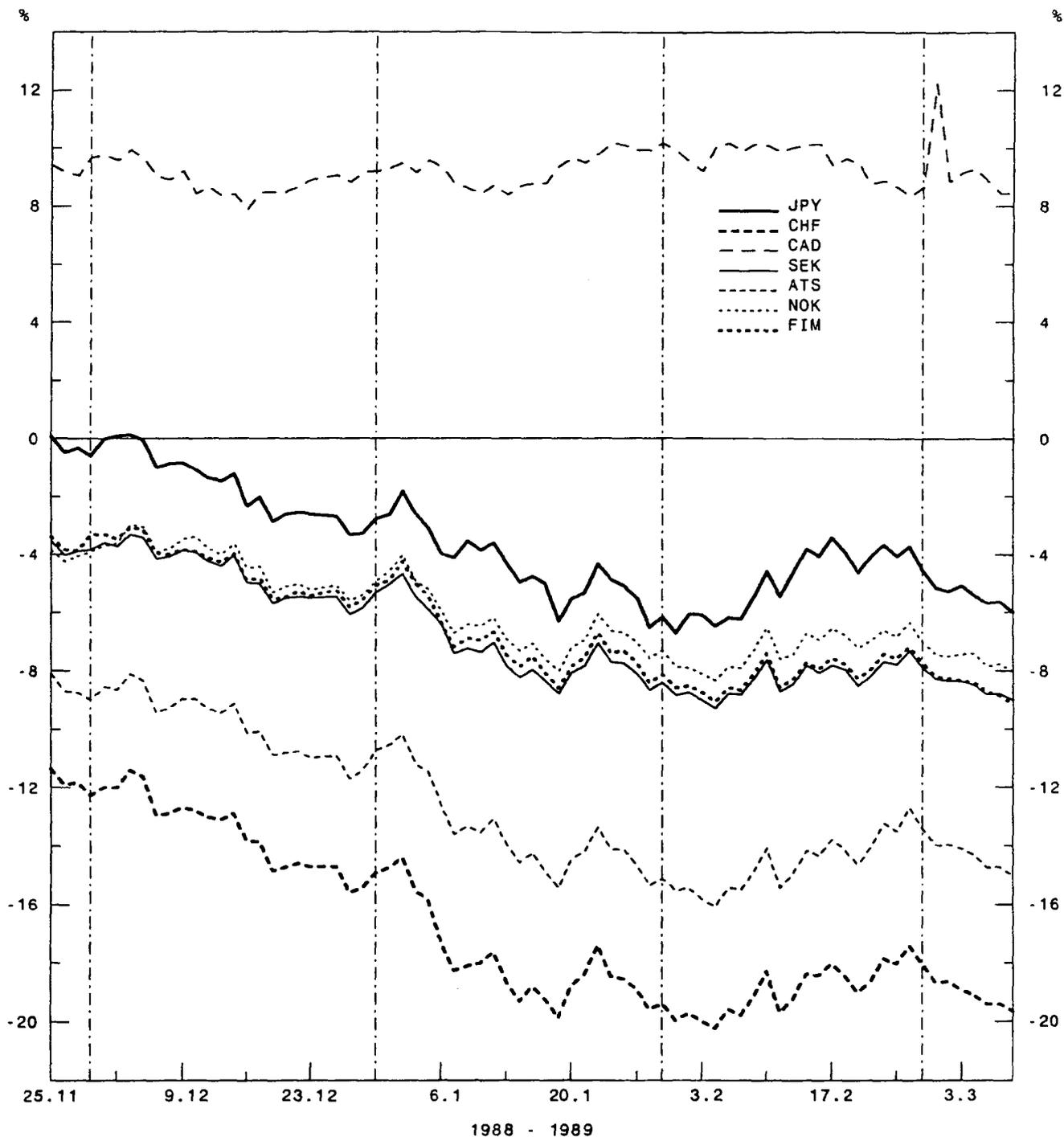
EVOLUTION OF THE ECU, THE MIDDLE RATE OF THE CURRENCIES PARTICIPATING IN THE EXCHANGE RATE MECHANISM OF THE EMS, AND THE CURRENCIES OF THE EEC CENTRAL BANKS WHICH DO NOT PARTICIPATE IN THAT MECHANISM, ON THE BASIS OF THE EXCHANGE RATES PREVAILING ON 31ST DECEMBER 1987 AGAINST THE USD*



* See next page.

10.3.1989

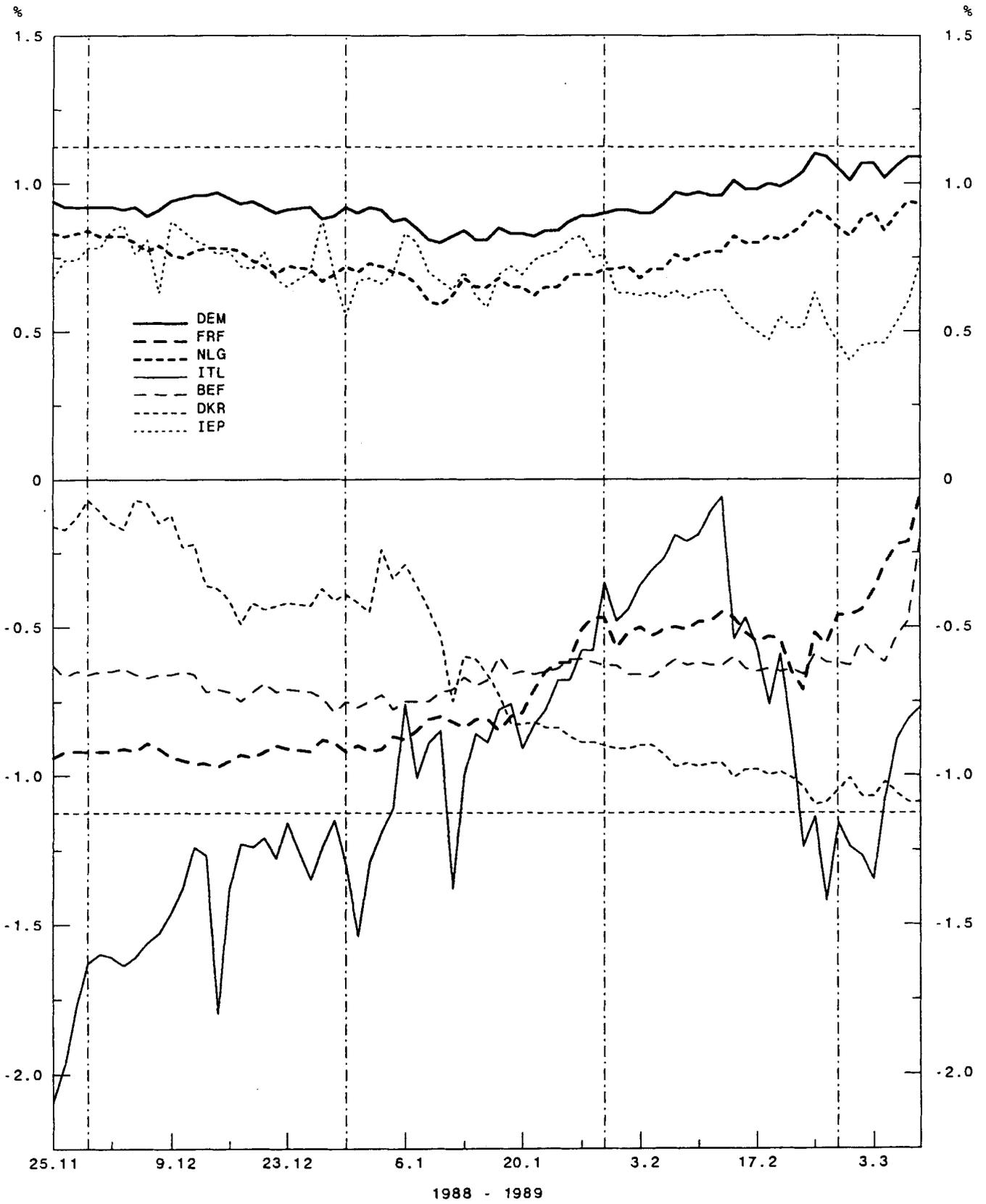
EVOLUTION OF THE CURRENCIES OF THE NON-EEC CENTRAL BANKS
PARTICIPATING IN THE CONCERTATION, ON THE BASIS OF THE EXCHANGE
RATES PREVAILING ON 31ST DECEMBER 1987 AGAINST THE USD*

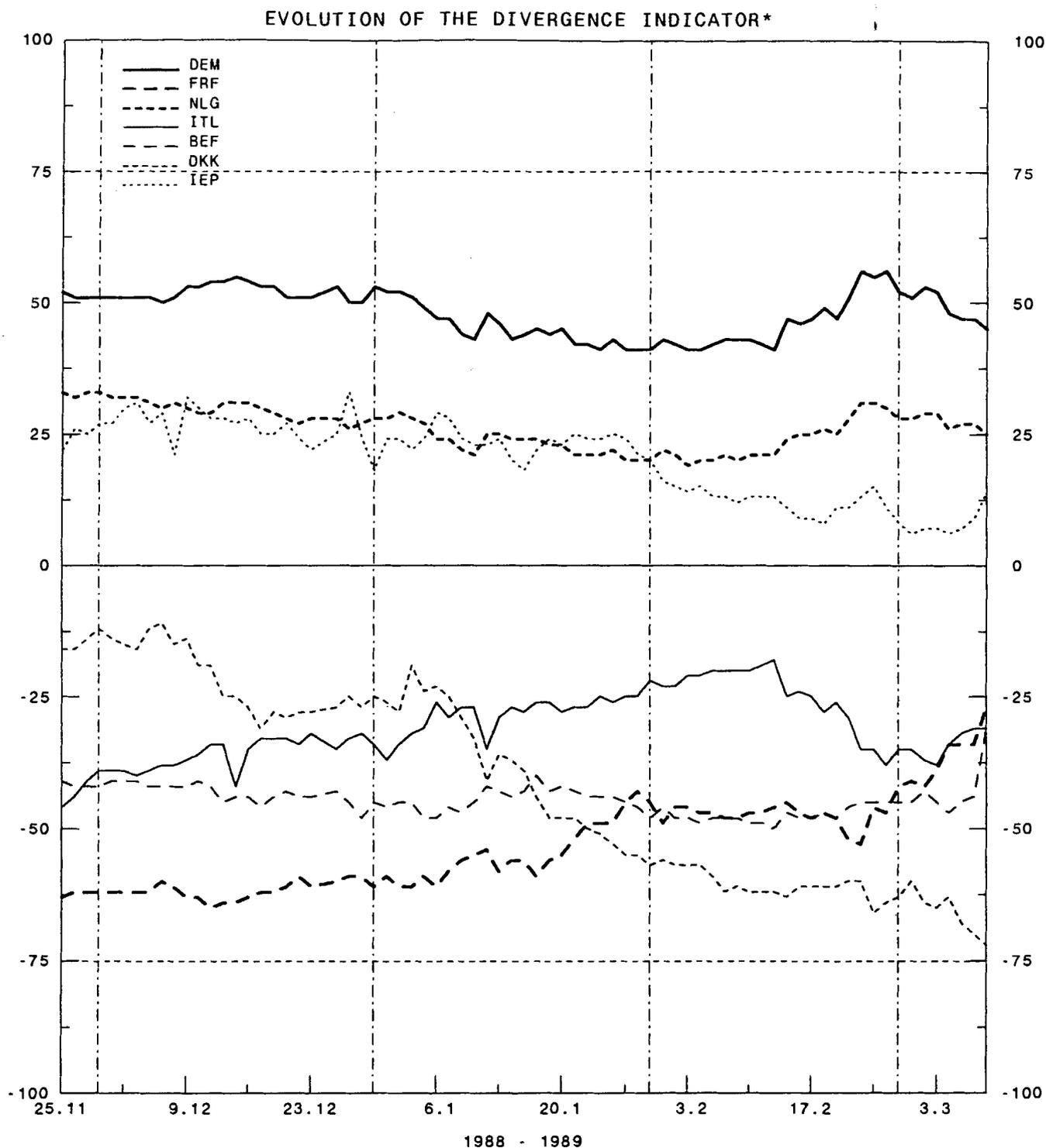


* ECU 0,767254; GBP 0,5346; GRD 126,2002; ESP 107,8498; PTE 130,0242; FIM 3,945; CAD 1,302; CHF 1,2775; JPY 121,4501; SEK 5,795; NOK 6,233; ATS 11,129; middle rate of the currencies participating in the EMS 0,77324. The middle rate of the currencies participating in the EMS represents the daily average 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%.

10.3.1989

MOVEMENTS IN THE EMS PARITY GRID

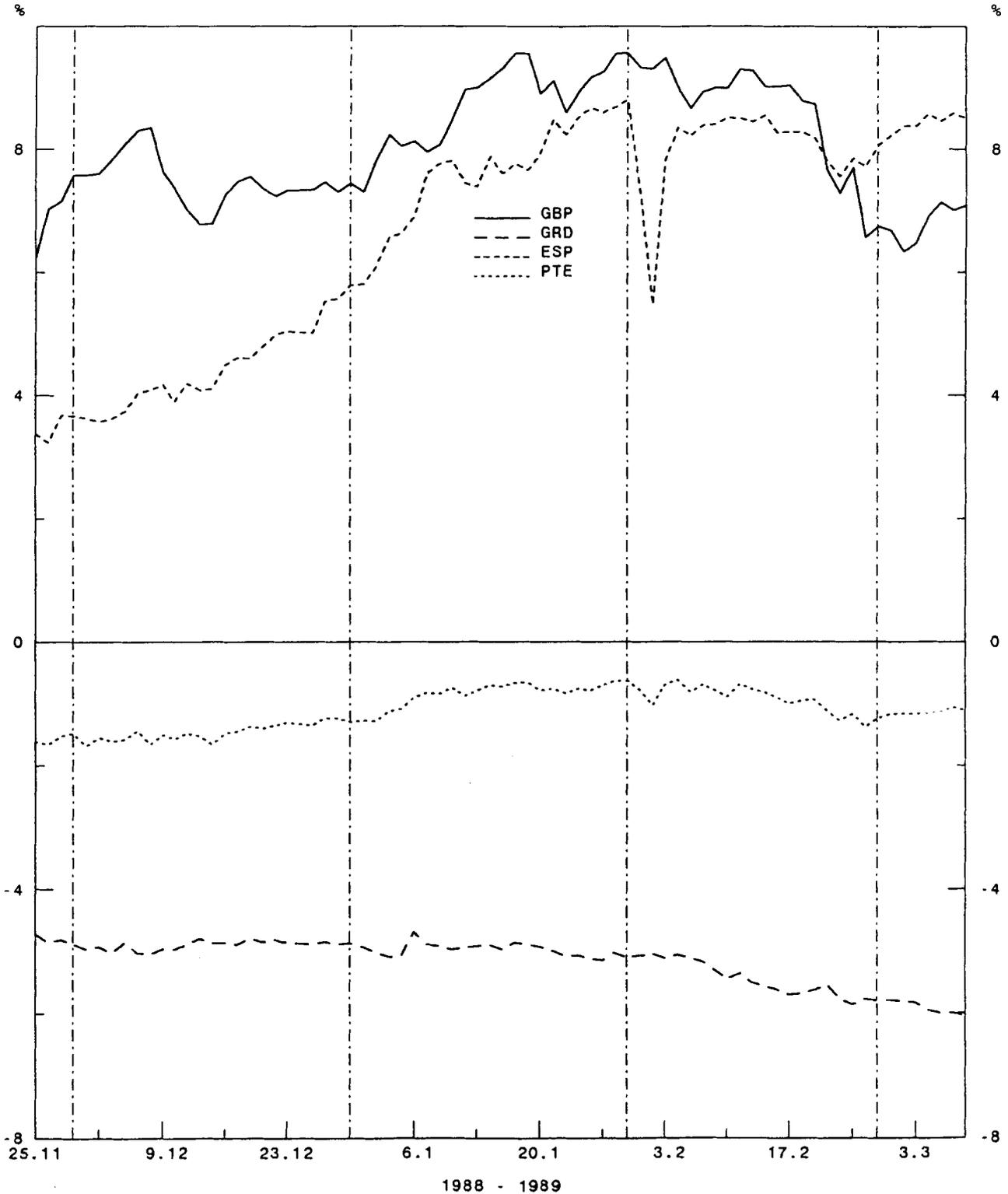




* The divergence indicator provides a uniform measure of a currency's position in relation to its ECU central rate. The maximum divergence spread is the maximum percentage by which a currency's market rate against the ECU may appreciate or depreciate in relation to its ECU central rate; it is expressed 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.

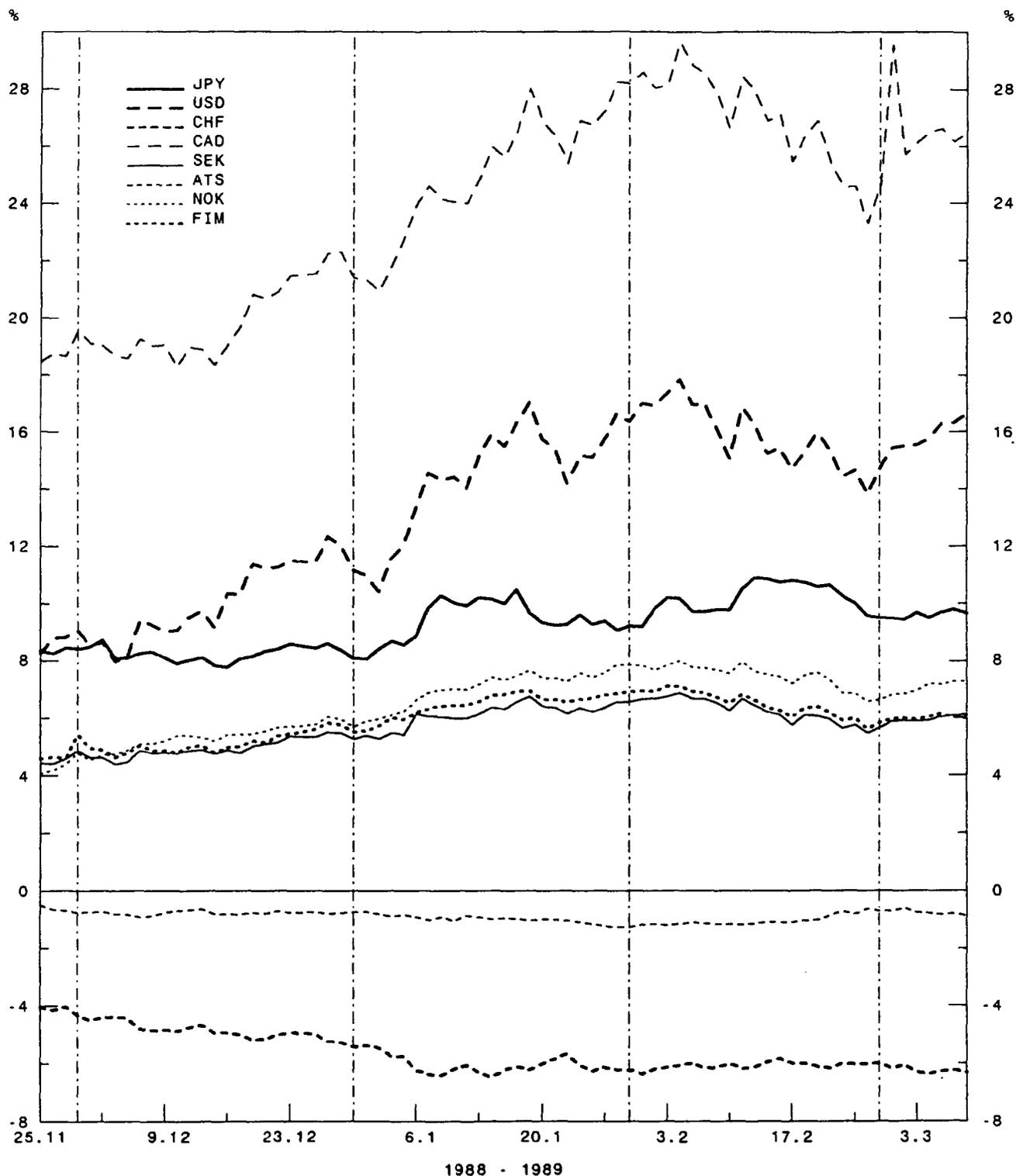
10.3.1989

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.

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.

10.3.1989