

PROTOKOLL^{*}

DER 222. SITZUNG DES AUSSCHUSSES DER PRÄSIDENTEN
DER ZENTRALBANKEN DER MITGLIEDSTAATEN
DER EUROPÄISCHEN WIRTSCHAFTSGEMEINSCHAFT
BASEL, DIENSTAG, 9. FEBRUAR 1988, 10 UHR

Anwesend sind: der Gouverneur der Banque Nationale de Belgique und Ausschussvorsitzende, Herr Godeaux, begleitet von den Herren Janson, Rey und Michielsen; der Gouverneur der Danmarks Nationalbank, Herr Hoffmeyer, begleitet von Herrn Mikkelsen; der Präsident der Deutschen Bundesbank, Herr Pöhl, begleitet von den Herren Gleske und Rieke; der Gouverneur der Bank von Griechenland, Herr Chalikias, begleitet von den Herren Papademos und Karamouzis; der Gouverneur der Banco de España, Herr Rubio, begleitet von den Herren Linde und Durán; der Gouverneur der Banque de France, Herr de Larosière, begleitet von den Herren Waitzenegger und Cappanera; der Gouverneur der Central Bank of Ireland, Herr Doyle, begleitet von den Herren O'Grady Walshe und Reynolds; der Gouverneur der Banca d'Italia, Herr Ciampi, begleitet von den Herren Dini und Masera; der Präsident der Nederlandsche Bank, Herr Duisenberg, begleitet von den Herren Szász und Benard; der Gouverneur der Banco de Portugal, Herr Tavares Moreira, begleitet von Herrn Pego Marques; der Gouverneur der Bank of England, Herr Leigh-Pemberton, begleitet von den Herren Loehnis und Kirby; der Generaldirektor für Wirtschaft und Finanzen der Kommission der Europäischen Gemeinschaften, Herr Costa, begleitet von Herrn Louw; der Generaldirektor des Luxemburgischen Währungsinstituts, Herr Jaans. Zugegen ist ferner Herr Dalgaard, Vorsitzender

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

der Expertengruppe. Ebenfalls anwesend sind der Generalsekretär des Ausschusses, Herr Morelli, und sein Beigeordneter, Herr Bascoul, sowie die Herren Scheller und Cook und die Herren Bockelmann und Dagassan.

I. Billigung der Protokolle der 220. und 221. Sitzung

Der Ausschuss billigt einstimmig die Protokolle der 220. und 221. Sitzung, wobei jedoch noch die vorgeschlagenen Änderungen redaktioneller Art in den endgültigen Text aufzunehmen sind.

Ehe der Vorsitzende zum nächsten Punkt der Tagesordnung schreitet, weist er darauf hin, dass er zur Sitzung des Rats der Wirtschafts- und Finanzminister reisen müsse, um dort den mündlichen Zwischenbericht vorzulegen. Es wäre daher wünschenswert, die Sitzung gegen 11 Uhr abzuschliessen. Eine neue Fassung dieses Berichts, die einige von den Stellvertretern vorgeschlagene Änderungen enthalte, sei den Präsidenten übergeben worden. Einige Notenbankpräsidenten hätten dem Vorsitzenden mitgeteilt, dass sie gewisse Nuancen im Text eingefügt sehen möchten; wenn andere Gouverneure weitere Bemerkungen hätten, könnten sie diese während der Sitzung vorbringen.

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

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

A. Referat von Herrn Dalgaard

An den in Basel verteilten Grafiken ist eine geringfügige Änderung vorgenommen worden. Auf jeder einer Währung entsprechenden Seite findet sich inskünftig noch eine vierte Grafik, die den Stand der Zinssätze zeigt, während bisher nur das Zinsgefälle gegenüber der D-Mark angegeben wurde.

Im Januar herrschte an den Devisenmärkten Ruhe. Der Dollar festigte sich in zwei Phasen; zunächst Anfang Januar im Zusammenhang mit den konzentrierten Interventionen, dann Mitte Januar nach der Veröffentlichung der Zahlen der amerikanischen Handelsbilanz. Insgesamt hat der Dollar im Januar

gegenüber den europäischen Währungen etwa 6 % zugelegt. Weitere Anzeichen für eine Festigung des Dollars sind: die Verringerung des Zinsgefälles und der Rückgang der Interventionen zur Stützung des Dollars. Diese Erholung trat ein, nachdem die amerikanische Währung Ende 1987 ihren Tiefststand erreicht hatte; dank ihr erreichte der Kurs Anfang Februar wieder den Stand vom vergangenen November. Der Markt scheint gewisse Zweifel über die künftige Entwicklung des Dollars zu hegen und weder einen Kursrückgang noch einen Kursanstieg auszuschliessen. Die Wachstumsentwicklung in den Vereinigten Staaten und die mögliche Reaktion der "Federal" auf Anzeichen einer Konjunkturschwäche werden einen bedeutenden Faktor darstellen. Im übrigen erwartet man, dass die Zentralbanken keine übermässigen Schwankungen des Dollarkurses dulden werden.

Der Yen hat sich gegenüber den europäischen Währungen gefestigt, und zwar um 5 % im Dezember und um 1 % im Januar.

Der Januar war im EWS wiederum ein ruhiger Monat. Die relativen Positionen der Währungen haben sich zwar kaum verändert, jedoch kam es zu einigen bemerkenswerten Entwicklungen: Die D-Mark schwächte sich im Januar etwas ab, und das Zinsgefälle gegenüber dieser Währung verengte sich; die Interventionen gingen von DM-Nettoverkäufen im November und Dezember zu DM-Nettokäufen im Januar über. Trotz dieser leichten Abschwächung bleibt die D-Mark die zweitstärkste Währung im Kursband, und die deutschen Zinssätze sind die niedrigsten der Gemeinschaft.

Offenbar ist der Markt der Ansicht, dass in nächster Zeit keine Leitkursanpassung stattfinden wird, jedenfalls nicht vor den französischen Wahlen, und wenn doch, dann in geringem Umfang mit wenig Wirkung auf die Marktkurse. Diese Haltung des Marktes ist auf die bessere Konvergenz zwischen den Teilnehmerländern und die engere Zusammenarbeit zurückzuführen, die sich seit dem vergangenen Herbst unter den Zentralbanken entwickelt hat. Auch der Kursanstieg des Dollars mag eine gewisse Rolle gespielt haben. Mangels Erwartungen einer Leitkursanpassung ist das Zinsgefälle wieder zum Hauptfaktor geworden.

Was die verschiedenen EG-Währungen betrifft, ist zu vermerken, dass nur das irische Pfund gegenüber der D-Mark nicht an Wert gewonnen hat; es wurden sogar einige Kapitalabflüsse beobachtet. Diese Lage, für die im wesentlichen eine Veränderung der Zinsdifferenzen ursächlich war, ist jedoch offenbar korrigiert worden.

In Italien sind die Zinssätze nicht gesenkt worden, aber es wurde in bedeutendem Ausmass mit Fremdwährungskäufen interveniert, und die im September 1987 vorübergehend eingeführten Devisenkontrollen sind vor dem vorgesehenen Datum abgeschafft worden. Überdies ist die italienische Erfahrung ein Beispiel für eine Liberalisierung des Kapitalverkehrs, die nicht zu Kapitalabflüssen geführt hat. In Frankreich wurden beträchtliche Kapitalzuflüsse verzeichnet; dabei handelt es sich möglicherweise um einen verzögerten Rückfluss von Kapital, das während der Krise vom Oktober abgeflossen ist. Die Rückflüsse betragen Anfang Februar rund 80 % der vorherigen Abflüsse.

Hinsichtlich des EWS sind die Experten der Ansicht, dass es keinen Grund gibt, in nächster Zeit mit Spannungen zu rechnen.

Im Gegensatz zu der Entwicklung in den anderen Ländern sind die Zinssätze in Grossbritannien angehoben worden, um gegen Überhitzungstendenzen der Binnenwirtschaft anzukämpfen. Das Pfund Sterling ist gegenüber der D-Mark stabil geblieben; es verblieb innerhalb der engen Bandbreite, die de facto seit bald einem Jahr beibehalten wird. Die Peseta ist immer noch fest, trotz einer Senkung der Zinssätze. Diese sind jedoch immer noch hoch; überdies hat die Lockerung der Vorschriften über die Devisenhaltung der Banken die Kapitalzuflüsse gefördert und zur Festigung der spanischen Währung beigetragen.

B. Referat von Herrn Janson

Die Stellvertreter schliessen sich der Beurteilung der Lage an den Devisenmärkten durch die Experten weitgehend an; diese Lage ist durch folgende Elemente gekennzeichnet:

- Stabilisierung des Dollarkurses,
- befriedigender Zusammenhalt der Währungen im EWS, der Zinssatzsenkungen, eine Verminderung des Zinsgefälles gegenüber der D-Mark und Interventionen mit Devisenkäufen, insbesondere in D-Mark, ermöglichte,
- Abschwächung des Pfund Sterling, insbesondere infolge von binnenwirtschaftlichen Entwicklungen.

Die Stellvertreter haben von der Unsicherheit hinsichtlich der künftigen Dollarentwicklung Kenntnis genommen; das weitere Geschehen wird insbesondere von der Entwicklung der Wirtschaftsindikatoren, der Reaktion

der Märkte anlässlich ihrer Veröffentlichung, der Politik der amerikanischen Behörden und dem Umfang der Interventionen der Zentralbanken abhängen. Aufgrund der festgestellten günstigen Entwicklungen und angesichts des deutlichen Rückgangs der langfristigen Zinssätze in den Vereinigten Staaten haben sich die Stellvertreter über die Möglichkeit Gedanken gemacht, die Zinssätze in Europa weiter zu senken, denn diese bleiben - auf jeden Fall was die realen Sätze betrifft - besonders hoch. Ein solches Vorgehen wäre für die Entwicklung der europäischen Wirtschaft günstig und würde zur Stabilisierung des Dollarkurses beitragen.

Einige Stellvertreter schliessen diese Möglichkeit zwar nicht aus, heben jedoch Erwägungen hervor, die zur Vorsicht zwingen. Zunächst einmal steigt in einigen Ländern die Inlandnachfrage kräftig an, und unter diesen Umständen wäre eine Zinssatzsenkung nicht angezeigt. In Grossbritannien wurde es sogar als nötig erachtet, die Zinssätze angesichts des kräftigen Wachstums der Inlandnachfrage und der Geldmengenaggregate sowie des Umfangs der Lohnforderungen anzuheben. In Dänemark wird eine Zinssatzsenkung in nächster Zukunft nicht in Betracht gezogen, unter anderem wegen der Situation der Leistungsbilanz. In Frankreich haben die Behörden im Hinblick auf bevorstehende bedeutende Schuldentrückzahlungen den Interventionen Vorrang eingeräumt.

Der Stellvertreter der Deutschen Bundesbank wies darauf hin, dass die langfristigen Zinssätze sich der Kontrolle durch die Zentralbank entziehen und dass sich in Deutschland die Bilanz des langfristigen Kapitalverkehrs schon 1987 gegenüber 1986 verschlechtert hat; diese Verschlechterung habe sich im Januar fortgesetzt.

Ferner haben die Stellvertreter kurz über die Reservendiversifizierung gesprochen, die von einigen EG-Zentralbanken praktiziert wird. Sie werden auf diese Frage zurückkommen, wenn sie von der "Dalgaard-Gruppe" näher geprüft worden ist.

C. Diskussion des Ausschusses

Herr de Larosière hebt hervor, in seinem Referat habe Herr Dalgaard von einem angeblichen Eindruck des Marktes gesprochen, wonach eine Leitkursanpassung vor den französischen Präsidentenwahlen nicht in Betracht gezogen werde. Falls mit diesem Satz etwa angedeutet werden sollte, dass der Markt mit einer Leitkursanpassung nach den französischen Wahlen rechne, müsste energisch dagegen protestiert werden. Berücksichtige man nämlich sowohl den

vom französischen Franc anlässlich der Leitkursanpassungen vom April 1986 und Januar 1987 erzielten Gewinn an Wettbewerbsfähigkeit als auch die seit-herige Entwicklung der Lohnstückkosten, die in Frankreich mässiger als in Deutschland gewesen sei, so sei keinerlei Rechtfertigung für eine Leitkursanpassung vor oder nach den französischen Wahlen erkennbar. Es sei im übrigen auffällig, wie diese Wahlen bei den Markterwartungen praktisch keine Rolle mehr spielten.

Herr Ciampi bezieht sich auf die Bemerkung von Herrn Dalgaard, dass die italienische Wirtschaft die Massnahmen zur Liberalisierung des Kapitalverkehrs vom Mai 1987 ohne Erschütterungen überstanden habe.

In Tat und Wahrheit habe diese Liberalisierung zu den Kapitalabflüssen geführt, die man erwartet habe, da ja die italienischen Gebietsansässigen seit Jahren Beschränkungen für den Erwerb von Finanzaktiva im Ausland in Kauf nehmen mussten. Zu diesen Abflüssen seien bedeutende kurzfristigere Kapitalbewegungen hinzugekommen, die auf eine Änderung der Lire-Parität spekulierten. Verschiedene Massnahmen, insbesondere eine Verschärfung der Geldpolitik, seien zur Bekämpfung des Drucks ergriffen worden, aber dieser habe erst dann wirklich nachgelassen, als am 13. September vorübergehende Devisenkontrollen eingeführt wurden, die im Januar, d.h. früher als vorgesehen, wieder aufgehoben werden konnten. Nach dem Börsenkrach und der aufkommenden Ungewissheit über die weitere Entwicklung der Wechselkursrelationen zwischen den Hauptwährungen seien die Kapitalabflüsse vollständig versiegt. Diese Erfahrung zeige, dass man sich mit vorübergehenden administrativen Beschränkungen andere, schwerwiegendere Massnahmen habe ersparen können, die für das EWS als Ganzes nachteilig gewesen wären, da ja der Druck auf die Lira nicht von grundlegenden wirtschaftlichen Veränderungen diktiert wurde.

Herr Leigh-Pemberton erklärt, die Erhöhung der Zinssätze, die Anfang Februar in Grossbritannien vorgenommen wurde, sei mit den von den Herren Janson und Dalgaard erwähnten Faktoren zusammengehangen, nämlich der starken Inlandnachfrage, die sich nicht nur in einer kräftigen Zunahme der Kredite, sondern auch in einer Verschlechterung der Leistungsbilanz äusserte. Überdies habe sich zum ersten Mal seit Jahren eine Tendenz zu bedeutenden Lohnerhöhungen bemerkbar gemacht. In diesem Zusammenhang hätten die britischen Behörden nach einer Gelegenheit gesucht, die Zinssätze zu erhöhen, ohne damit Schaden bei den Wechselkursen anzurichten. Diese Gelegenheit habe sich am Montag, dem 1. Februar gezeigt, und sie sei ergriffen worden,

um die monetäre Situation im Inland zu korrigieren, ohne die Beziehungen mit den ausländischen Partnern zu stören.

III. Verabschiedung des Ausschussberichts an die EG-Finanzminister über die Entwicklung an den Devisenmärkten der neunzehn an der Konzertation beteiligten Länder im Januar und in den ersten Februartagen 1988

Der Vorsitzende stellt fest, dass der Ausschuss den "Konzertationsbericht" billigt; dieser wird wie üblich den Finanzministern der EG-Länder zugestellt werden.

IV Weitere Fragen innerhalb der Zuständigkeit des Ausschusses

- Umlage der Kosten des Sekretariats des Ausschusses für das Jahr 1987

Der Vorsitzende erklärt, das Sekretariat habe aufgrund der seit Gründung des Ausschusses bestehenden Abmachungen und Praktiken eine Notiz vorbereitet. Diese Notiz, die durch Tabellen ergänzt wird, ist den Zentralbankpräsidenten und den Stellvertretern in Basel übergeben worden. Die Kosten für den Ausschuss und den EFWZ werden gleichzeitig behandelt, so dass die Frage in einem Mal geregelt werden kann.

Herr Janson gibt bekannt, die Stellvertreter hätten die Frage kurz besprochen und seien zum Schluss gekommen, dass die wachsende Mitgliederzahl der EG sowie die Zunahme der Arbeiten und der Sitzungen die Kosten in die Höhe treibe.

Der Vorsitzende stellt fest, dass keine Bemerkungen vorliegen und dass die Schätzung und vorgeschlagene Umlage der Kosten vom Ausschuss gebilligt wird.

- Mündlicher Zwischenbericht des Ausschussvorsitzenden an den Rat der Wirtschafts- und Finanzminister

Herr Pöhl erklärt, er ziehe die erste Fassung des Berichts, jene vom 3. Februar 1988, der letzten vom 8. Februar vor. In der Tat enthalte diese, verglichen mit dem ursprünglichen Text, nicht bloss formale Änderungen, sondern eine unterschiedliche Ausrichtung, die schliesslich zu einer

Verschleierung der Meinungsunterschiede bei bestimmten Punkten führe. Der erste Text vom 3. Februar gebe ein besseres Bild der derzeitigen Situation im Ausschuss; es sei durchaus verständlich, dass die Standpunkte zu Dingen wie der Finanzierung, der geldpolitischen Koordinierung und dem Symmetrieargument unterschiedlich seien. Die Notenbankpräsidenten haben diese Fragen schon 1987 behandelt und seien im September zur Übereinkunft von Basel/Nyborg gelangt. Es lägen nun neue französische Vorschläge vor, die noch nicht diskutiert worden seien. Es scheine daher ehrlicher, den Ministern zu zeigen, dass unterschiedliche Standpunkte bestehen.

Herr Pöhl nimmt noch punktuell zum nachstehenden Satz, auf S. 3 des Berichts, Stellung: "Der erste ist der der Finanzierungsmechanismen, die für den Widerstand gegen etwaige Angriffe spekulativer Art auf eine Währung zur Verfügung stehen, wenn diese Angriffe nicht ihren Ursprung in einer Divergenz wirtschaftlicher Eckdaten haben." Er schlägt vor, den Schluss dieses Satzes, von "wenn diese Angriffe" an, zu streichen, da es sehr schwierig sei, die eigentliche Ursache eines Drucks im Zeitpunkt seines Auftretens zu kennen.

Der Vorsitzende weist darauf hin, dass der Berichtstext geändert worden sei, um der an der Sitzung der Stellvertreter geäußerten Besorgnis Rechnung zu tragen, die Darstellung der zutage tretenden Meinungsunterschiede abzuschwächen.

Herr Janson ruft in Erinnerung, dass der ursprüngliche Text tatsächlich die geäußerten Standpunkte widerspiegelte, d.h. einerseits die allgemeine Einigkeit über das Ziel der vollständigen Liberalisierung des Kapitalverkehrs und über den Gedanken, dass diese Liberalisierung nicht zu einer Schwächung des EWS führen dürfe, andererseits die Meinungsunterschiede über die Frage der eventuell die Liberalisierung begleitenden Finanzierung und über die Koordinierung der Geldpolitik. Von einigen Stellvertretern sei genau der Vorschlag gekommen, die Meinungsunterschiede unter den Notenbankpräsidenten weniger deutlich in Erscheinung treten zu lassen; es sei daher nun Sache der Präsidenten, sich zu der Frage zu äussern.

Herr Duisenberg räumt ein, die Zentralbankpräsidenten hätten immer versucht, ihre Meinungsdivergenzen nicht gegen aussen zu zeigen, und er sei eher dafür, diesen Ansatz beizubehalten. Jedoch erwecke die Art und Weise, wie die Differenzen ausgerollt und durch Fragen ersetzt worden seien, entweder den Eindruck, die Präsidenten seien sich über diese verschiedenen Fragen einig, oder den Anschein der Unsicherheit. Es wäre daher alles in

allem vorzuziehen, der Anregung von Herrn Pöhl zu folgen und zur ersten Fassung vom 3. Februar zurückzukehren. Überdies wäre es besser, den Satz "Solange diese Konvergenz nicht vollendet ist, werden Anpassungen der Paritäten unvermeidlich bleiben" zu streichen. Diese Aussage sei zwar völlig richtig, aber gefährlich.

Herr de Larosière findet, wenn man ständig versuche, die Differenzen zu verdecken, so kläre man die Diskussion nicht, und es wäre vielleicht besser, zum Text vom 3. Februar zurückzukehren, der zeige, dass sich die Zentralbankpräsidenten nicht über alle Punkte einig seien.

Herr Leigh-Pemberton hat nichts dagegen, zum ursprünglichen Text zurückzukehren, aber er wünscht, dass man darin den Absatz übernimmt, der in die Fassung vom 8. Februar eingefügt worden ist und den Richtlinienentwurf für die Anpassung der Richtlinie von 1972 betrifft.

Der Vorsitzende erklärt sich einverstanden, zur Fassung vom 3. Februar, die von ihm selbst stammte, zurückzukehren, wobei die jetzt gemachten Streichungs- und Einfügevorschläge berücksichtigt würden.

Herr Ciampi ist der Ansicht, die Fassung vom 8. Februar könnte als Grundlage beibehalten werden, wobei, wie von Herrn Duisenberg vorgeschlagen, die Erklärung über die Leitkursanpassungen zu streichen und der Text der Fassung vom 3. Februar (S. 3) für die zwei Bereiche zu übernehmen wäre, zu denen die Zentralbankpräsidenten unterschiedlicher Meinung sind.

Herr Pöhl schliesst sich dem Vorschlag von Herrn Ciampi an.

Herr Hoffmeyer kann diesem Vorschlag ebenfalls folgen, wobei jedoch der vorläufige Charakter der Diskussionen der Notenbankpräsidenten zu unterstreichen wäre, denn er habe beispielsweise Schwierigkeiten, sich in einer der im Bericht erwähnten Gruppen wiederzufinden.

Herr Doyle würde gerne die Verknüpfung der Ideen und Argumente auf S. 2 oben des Berichts etwas ändern (die beiden Fassungen stimmen hier überein). Es sei in der Tat richtig, dass für jene Länder, die bei der Liberalisierung am wenigsten weit fortgeschritten sind, ohne andere Vorsichtsmassnahmen die Gefahr bedeutender und anhaltender Umlagerungen von Spargeldern besteht. Man dürfe jedoch nicht übersehen, dass in diesen Ländern sehr hohe Zinssätze nicht nur wegen der Liberalisierung des Kapitalverkehrs nötig seien, sondern auch, um spekulativem Druck zu begegnen. Die Situation könne sich daher durch die Liberalisierung verschlimmern. Ferner gehe die Notwendigkeit der Verabschiedung geeigneter Massnahmen zur Verbesserung des

wirtschaftlichen und sozialen Zusammenhalts in der Gemeinschaft nicht direkt aus dem vorher Gesagten hervor.

Der Vorsitzende schliesst mit der Erklärung, er werde seinen Text anpassen, um den von den Notenbankpräsidenten geäusserten Wünschen Rechnung zu tragen. Da es sich um einen mündlichen Bericht handle, werde der Text dem Rat der Wirtschafts- und Finanzminister erst für die Sitzungsakten übergeben, nachdem das Sekretariat eine endgültige Fassung erstellt habe; diese Fassung werde auch den Notenbankpräsidenten zugestellt werden.

Herr de Larosière ruft in Erinnerung, dass der französische Minister für Wirtschaft, Finanzen und Privatisierungen, Herr Balladur, Anfang Januar ein Memorandum über das Europäische Währungssystem eingereicht hat, in dem eine ganze Reihe Fragen gestellt und einige Vorschläge gemacht werden. Herr Balladur werde an der heutigen Sitzung des Rats der Wirtschafts- und Finanzminister gewiss die Prüfung dieses Memorandums durch den Währungsausschuss verlangen. Da dieses Dokument, das Anfang Januar verteilt worden ist, Währungsfragen behandle, sollten auch die Notenbankpräsidenten es prüfen und in ihre Arbeiten in den kommenden Monaten einbeziehen.

V. Zeit und Ort der nächsten Sitzung

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

Ausschuss der Präsidenten
der Zentralbanken der Mitgliedstaaten
der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft

9. Februar 1988

Vertraulich

Übersetzung

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

—————
JANUAR 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 Januar und während der ersten Februartage 1988.

I. ENTWICKLUNG DER WECHSELKURSE

Im Januar 1988 wies das Geschehen an den Devisenmärkten die folgenden Hauptmerkmale auf:

- steiler Kursanstieg des US-Dollars, hauptsächlich infolge aggressiver, konzertierter Zentralbankinterventionen und der Bekanntgabe eines wider Erwarten niedrigeren Handelsbilanzdefizits der USA für November;
- Kursrückgang der D-Mark gegenüber allen wichtigen Währungen;
- anhaltende Stabilität im EWS.

Der US-Dollar stieg im Januar im Kurs an, wobei er zweimal abrupte Wertsteigerungen aufwies. Der Aussenwert des Dollars erhöhte sich zu Beginn des Monats in starkem Masse, als aggressive, konzertierte Zentralbank-

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

interventionen, mit denen der Kursrückgang des Dollars gestoppt werden sollte, die Marktteilnehmer beeindruckten. Mitte des Monats bewegte sich der Dollar im Anschluss an Meldungen über ein unerwartet geringes Handelsbilanzdefizit der USA für November nach oben. Zwar zeigte der Dollar nach jedem Terraingewinn die Tendenz, einen Teil der Kursgewinne als Reaktion auf die Ungewissheit über das Ausmass der Verbesserung in der Handelsbilanz und die Perspektiven des Wirtschaftswachstums in den USA wieder preiszugeben, doch lag sein Kurs am Monatsende gegenüber den meisten wichtigen Währungen im Durchschnitt um rund 6 % höher. Damit war der grösste Teil des Kursverlusts vom vergangenen Dezember wieder aufgeholt.

Innerhalb des EWS gab es im Januar keine Anzeichen für Spannungen. Mehrere Zentralbanken nutzten die Stärke ihrer Währung gegenüber der D-Mark dazu, die Leitzinsen zu senken und die Devisenreserven wiederaufzufüllen.

Die D-Mark, die sich im letzten Quartal 1987 ständig befestigt hatte, schwächte sich deutlich ab. Ihr gewogener Aussenwert (gegenüber 14 Industrieländern, 1972 = 100) ging von 176,0 % Ende Dezember auf 173,8 % zurück. Der Bewertungsrückgang trat trotz zum Teil umfangreicher intramarginaler DM-Käufe einiger EWS-Notenbanken und der Verringerung der Zinsdifferenzen gegenüber den meisten übrigen Währungen ein. Die Ursache des Bewertungsrückgangs dürfte vor allem in der stärkeren Reagibilität der D-Mark auf Kursänderungen des Dollars liegen. So wie dessen Kursrückgang in den letzten Monaten von 1987 gegen D-Mark ausgeprägter war als gegen die meisten anderen Währungen, so war es auch sein Kursanstieg im Berichtsmonat. Daneben könnte aber auch eine Rolle gespielt haben, dass das Image der D-Mark von verschiedenen Entwicklungen in der Bundesrepublik beeinträchtigt worden ist.

Der französische Franc wies während des gesamten Zeitraums eine feste Kurstendenz auf, was es der Banque de France erlaubte, ihre Geldmarktinterventionssätze zweimal, nämlich am 5. Januar und 25. Januar, um je 0,25 Prozentpunkte zu senken. Diese feste Tendenz wurde noch durch den Erwerb von Schuldverschreibungen durch Gebietsfremde gestützt.

Die anhaltend feste Grundhaltung des holländischen Guldens ermöglichte es der Nederlandsche Bank, ihre Leitzinsen zweimal um jeweils 0,25 Prozentpunkte zurückzunehmen. Infolgedessen verringerte sich das Zinsgefälle zur D-Mark im kurzfristigen Bereich weiter.

Der belgische Franc festigte sich etwas im Berichtszeitraum. Die Notenbank senkte mehrmals ihre Leitzinsen. Namentlich die Bankrate und der

Diskontsatz wurden um 0,25 Prozentpunkte reduziert. Die Notenbank tätigte auch weiterhin regelmässig Devisenkäufe.

Die dänische Krone behielt ihre feste Grundhaltung bei. Sie stieg innerhalb des engen EWS-Kursbandes bis etwa zu dessen Mitte auf, die Marktzinsen gingen zurück, und die Danmarks Nationalbank intervenierte gelegentlich auf der Käuferseite.

Das irische Pfund notierte während des Monats relativ stabil in der unteren Hälfte des EWS-Kursbandes. Es kam zu einigen Devisenabflüssen im Berichtszeitraum, die sich netto in Devisenabgaben der Central Bank of Ireland niederschlugen.

Die italienische Lira blieb gegenüber den EWS-Währungen relativ stabil. Die Banca d'Italia intervenierte zur Kursglättung während des gesamten Monats mit Dollar- und DM-Käufen. Die günstige Zahlungsbilanzentwicklung hatte zur Folge, dass die im September vorigen Jahres in Kraft gesetzten Devisenkontrollmassnahmen vorzeitig aufgehoben wurden.

Das Pfund Sterling schwächte sich im Januar gegenüber dem Bodengutmachenden US-Dollar deutlich ab und gab auch gegenüber den anderen Währungen etwas nach. Ursächlich hierfür waren hauptsächlich Besorgnisse über Verschlechterungen in der Zahlungsbilanz nach dem Bekanntwerden ungünstigerer Handelsbilanzzahlen sowie gewisse Anzeichen eines Wiederauflebens der Inflation in Grossbritannien, aber auch niedrigere Ölpreise spielten eine Rolle. Der Index des gewogenen Aussenwerts des Pfundes sank im Januar um 2,1 % auf 74,3 Punkte (1975 = 100).

Die griechische Drachme geriet besonders in der zweiten Monatshälfte gegenüber dem US-Dollar unter einen gewissen Abwertungsdruck. Über den gesamten Zeitraum gesehen schwächte sich der Kurs der Drachme gegenüber dem US-Dollar um 5,6 % ab, während er gegenüber der ECU stabil blieb. Ihr gewogener Aussenwert sank um 1 %.

Die spanische Peseta verzeichnete im Monatsverlauf eine leicht steigende Tendenz gegenüber den anderen EG-Währungen, so dass ihr gewogener nominaler Aussenwert am Monatsende 0,3 % höher lag. Gegenüber dem US-Dollar verlor die Peseta 5,3 % an Wert. Die Banco de España senkte ihren Tagesgeldinterventionssatz um einen weiteren Prozentpunkt. Trotz der Verengung der Zinsdifferenz kam es jedoch zu erheblichen Kapitalzuflüssen, die sich netto in Devisenkäufen der Währungsbehörden niederschlugen.

Angesichts der günstigen Entwicklung der inländischen Inflationsrate revidierten die portugiesischen Behörden ihre Wechselkurspolitik für

1988. Die neue Strategie sieht eine jährliche Abwertung des portugiesischen Escudo von maximal 3,5 % im gewogenen Durchschnitt vor, wobei die Abwertung im ersten Quartal 0,4 % pro Monat betragen soll. Im Januar verlor der Escudo im gewogenen Mittel wie geplant 0,4 % an Wert. Wegen der Kurserholung des US-Dollars büsste er gegenüber diesem 5,2 % an Wert ein, hingegen wertete er sich gegenüber der ECU um 0,4 % auf.

Der Schweizer Franken schwächte sich im Januar gegenüber dem US-Dollar um 5,6 % ab. In Übereinstimmung mit dieser Tendenz verlor er auch gegenüber den meisten anderen Währungen an Wert. Sein gewogener Aussenwert sank um 2 %. Ursächlich für den Kursrückgang war vor allem der Rückgang des Zinsniveaus.

Der österreichische Schilling schwächte sich im Januar gegenüber dem US-Dollar um 5,6 % ab; die Monatsamplitude betrug 6,4 %. Gegenüber der D-Mark schwankte der Schilling lediglich um 0,15 %. Zur Feinsteuerung der Liquidität der österreichischen Banken wurden DM/ÖS-Swaps in Höhe von DM 540,0 Mio. mit Laufzeit von drei Tagen abgeschlossen.

Die schwedische Krone festigte sich im Berichtszeitraum; der Währungsindex veränderte sich von 132,25 auf die Richtmarke 132,00. Diese Entwicklung wurde in der Hauptsache durch das Zinsgefälle zum Ausland hervorgerufen. Der Streik der Angestellten, der nunmehr in seine dritte Woche geht, hat den Markt wenig beeinflusst, da die Lohnvereinbarungen mit den anderen Arbeitnehmern niedrigere Lohnerhöhungen brachten, als erwartet worden war.

Der gewogene Aussenwert der norwegischen Krone erhöhte sich um über 2 %, so dass der in den letzten beiden Monaten des Jahres 1987 zu beobachtende Kursverlust wieder aufgeholt wurde. Die Folge war, dass die Geldmarktzinsen um 1 Prozentpunkt sanken.

Die Finnmark hielt im gewogenen Durchschnitt weiterhin eine vergleichsweise enge Schwankungsbreite ein. Innerhalb dieser Marge festigte sie sich im Monatsverlauf geringfügig, nämlich um 0,9 %.

Der kanadische Dollar verbesserte sich im Januar gegenüber dem US-Dollar um 1,9 % und notierte am Monatsende knapp unterhalb der Marke von US-\$ 0,7850; dies war der höchste Kurs seit Anfang 1984. Die feste Haltung der Währung war auf Kapitalzuflüsse (induziert durch das anhaltende Zinsgefälle zwischen vergleichbaren Geldmarktsätzen in Kanada und den USA) und günstigen Veränderungen bei den Leads and lags im Aussenhandel zurückzuführen. Darüber hinaus wurde die Währung durch die anhaltend positiven Perspektiven

der kanadischen Wirtschaft gestützt, wobei die gegenüber den USA verbesserte Wettbewerbsfähigkeit bei den Kosten besonders aufmerksam registriert wurde.

Der japanische Yen verlor im Verlauf des Monats gegenüber dem US-Dollar 4,1 % an Wert, nachdem er noch am 4. Januar mit einem US-Dollar-Kurs von 120,45 Yen einen absoluten Nachkriegshöchststand verzeichnet hatte. Ursächlich für den Kursrückgang des Yen waren auch solche Faktoren wie die gemeinsame Erklärung von Premierminister Takeshita und US-Präsident Reagan, mit der die Verlautbarung der Siebenergruppe vom 22. Dezember vergangenen Jahres bekräftigt wurde. Was die Kursentwicklung des Yen gegenüber den wichtigsten europäischen Währungen angeht, so festigte sich der Yen gegenüber der ECU um 0,5 %.

II. INTERVENTIONEN

A. Interventionen in US-Dollar

Im Januar tätigten die Zentralbanken Nettokäufe in Höhe von US-\$ 7,6 Mrd.; das war weniger als die US-\$ 13,3 Mrd. vom Dezember. Fast alle Zentralbanken traten netto als Dollarkäufer auf. Die bedeutendsten Dollarkäufer waren die Banco de España, die Bank of Canada, und die Bank of Japan sowie - in geringerem Ausmass - die Federal Reserve Bank, die Banque de France und die Deutsche Bundesbank.

B. Interventionen in Gemeinschaftswährungen

Die von EG-Zentralbanken in EWS-Währungen durchgeführten Interventionen beliefen sich umgerechnet auf US-\$ 6,6 gegenüber 3,4 Mrd. im Dezember. Diese Interventionen bestanden überwiegend aus DM-Käufen von am EWS teilnehmenden Zentralbanken. Hauptkäufer waren die Banque de France, die mehr als die Hälfte der in D-Mark getätigten Käufe tätigte, die Banca d'Italia und die Banque Nationale de Belgique.

III. DIE ERSTEN FEBRUARTAGE

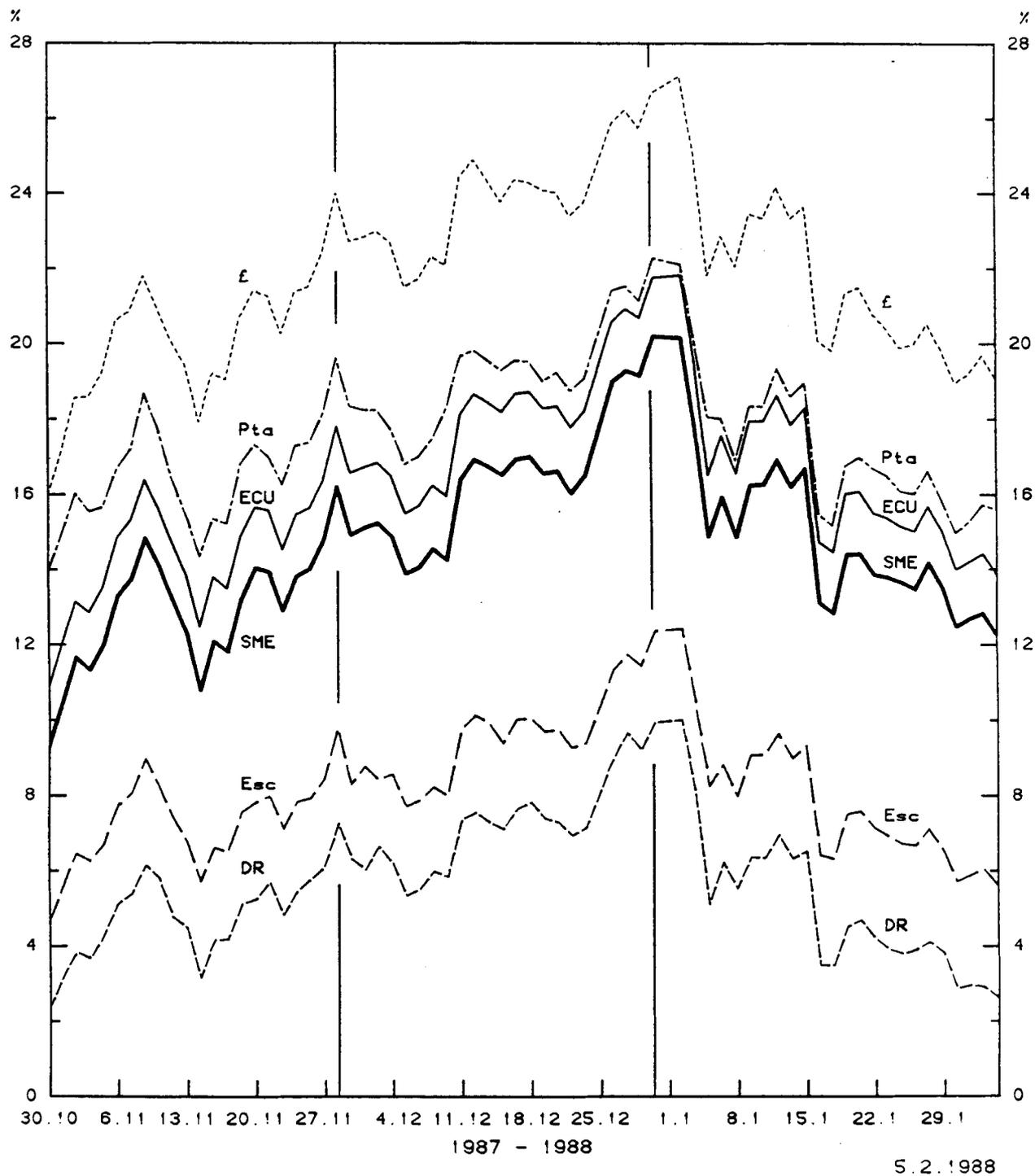
Der US-Dollar wurde Anfang Februar in einer engen Bandbreite gehandelt; mangels klarer Anzeichen dafür, dass die grundlegenden Bedingungen für Wechselkursstabilität erreicht würden, analysierten die Markt-

teilnehmer die Wirtschaftsstatistiken, um zu sehen, in welcher Richtung sich die US-Wirtschaft entwickelte, und versuchten, das Ausmass ausländischer Beteiligung an der Refinanzierung des amerikanischen Staatshaushalts im ersten Quartal abzuschätzen.

Im EWS blieb die Lage stabil.

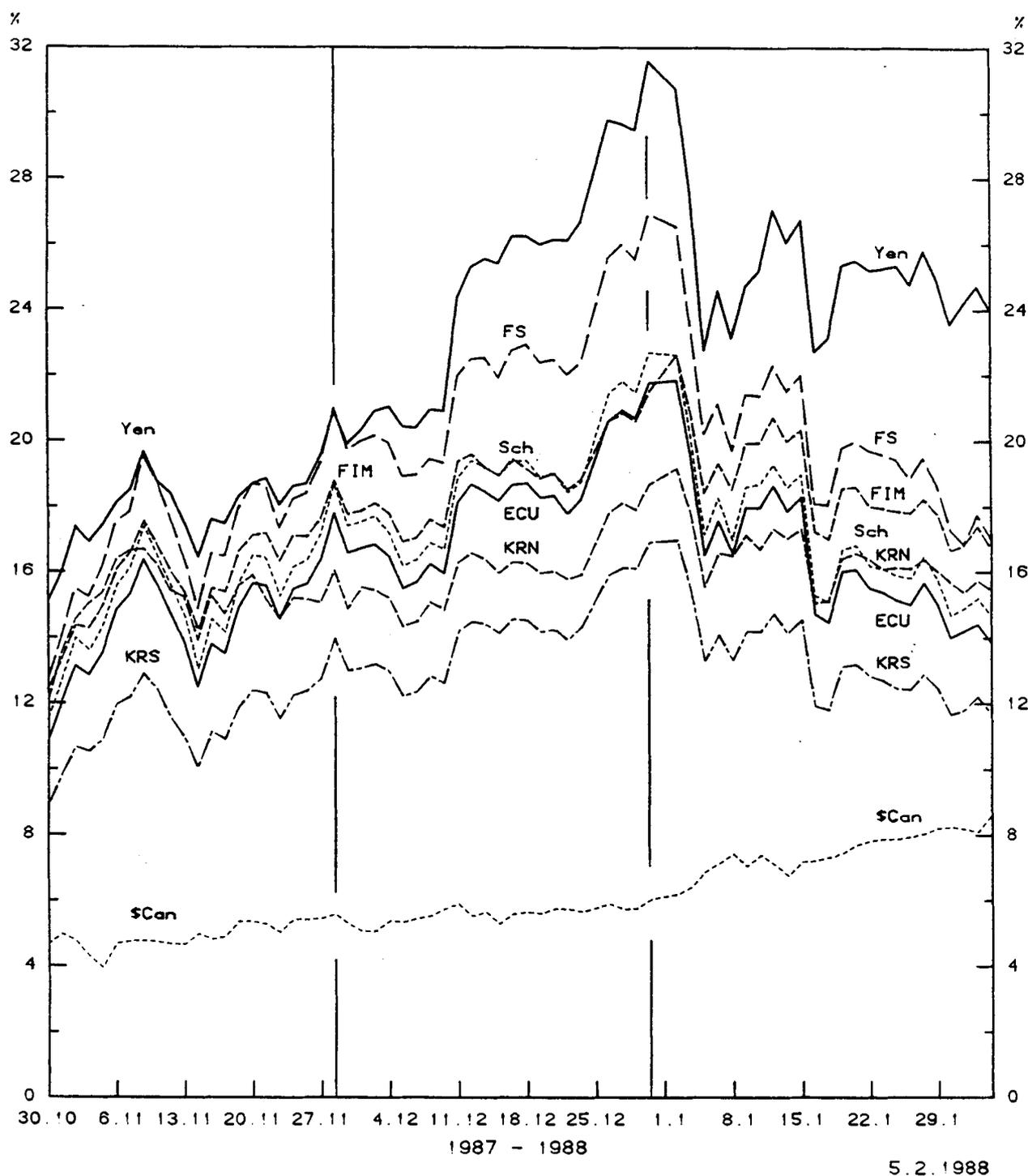
Am 1. Februar erhöhte die Bank of England ihre Sätze für Geldmarktgeschäfte mit dem Ergebnis, dass der Basiszinssatz um 1/2 Prozentpunkt auf 9 % stieg. Am 2. Februar senkte die Banque Nationale de Belgique ihren Satz für Schatzwechsel mit Laufzeiten von 1, 2 und 3 Monaten um 0,10 Prozentpunkte auf 6,25 %.

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*



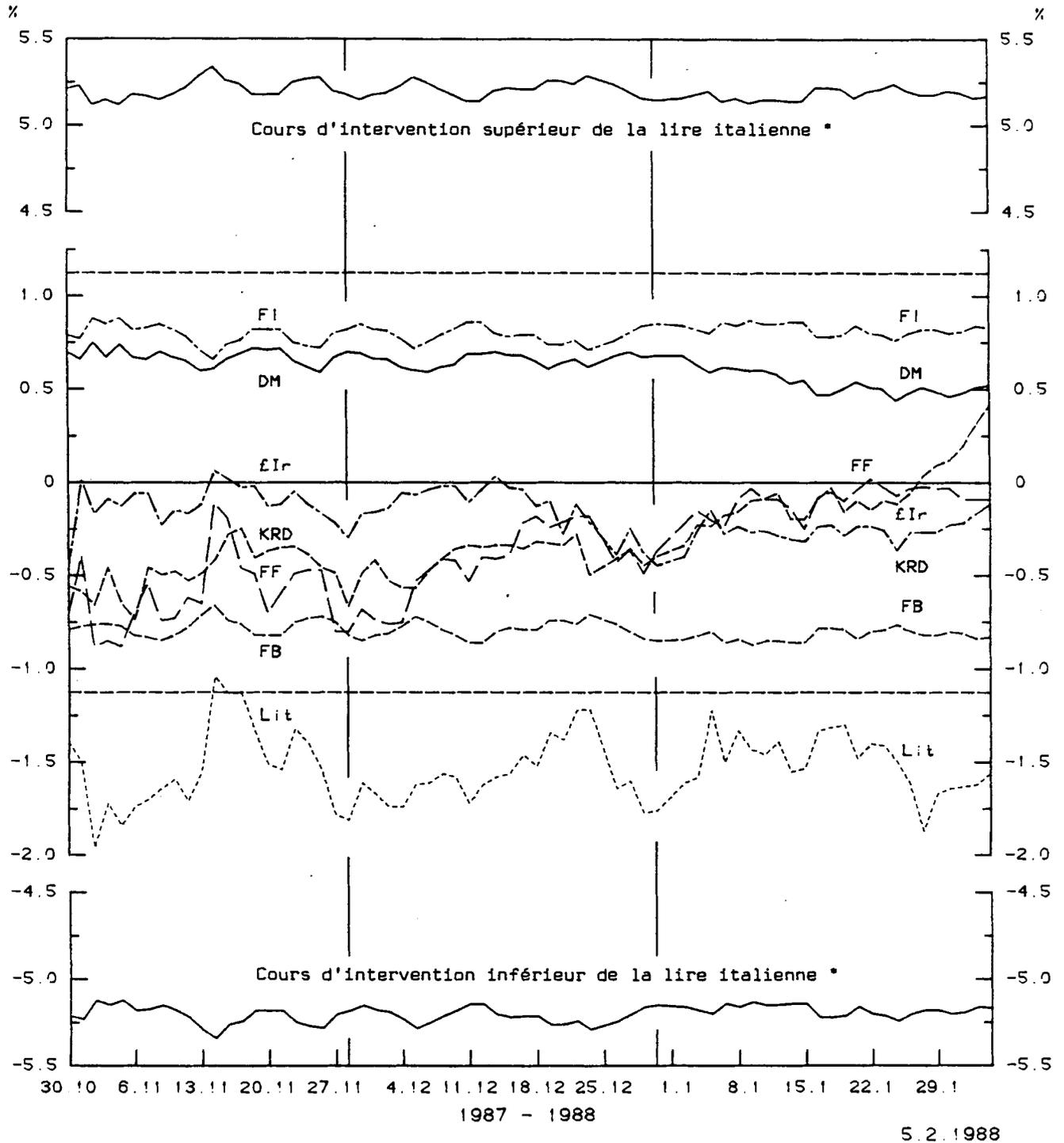
* Voir page suivante.

EVOLUTION DE L'ECU ET DES MONNAIES DES BANQUES CENTRALES HORS CEE
PARTICIPANT A LA CONCERTATION, SUR LA BASE DES COURS RELEVES LE
31 DECEMBRE 1986 VIS-A-VIS du \$EU*



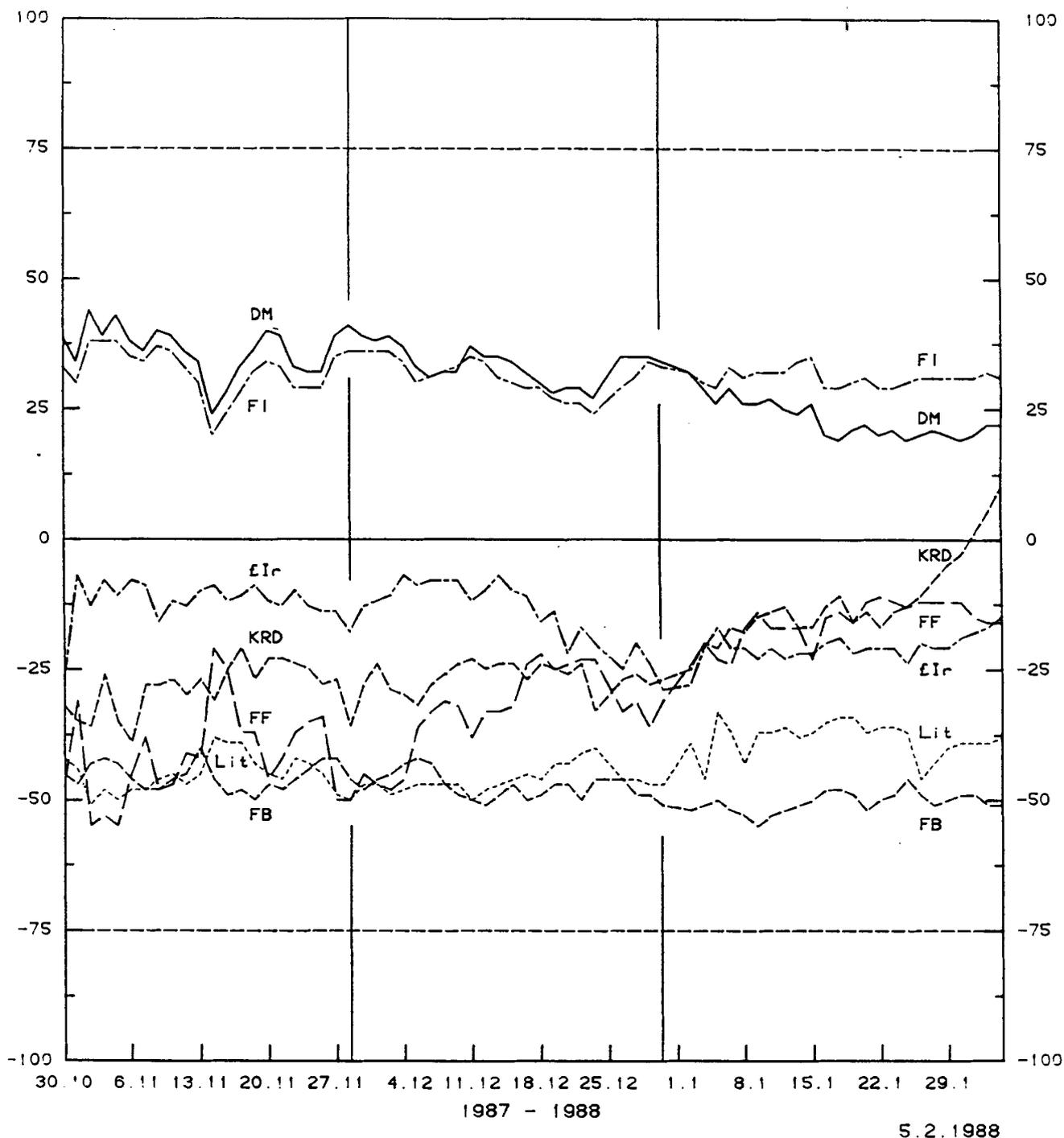
* ECU 0,93425; £ 0,6773; DR 138,7601; PTA 131,8700; ESC 146,0995;
FIM 4,7925; \$Can 1,3805; FS 1,6215; Yen 159,7993; KRS 6,7750; KRN 7,3975;
Sch 13,6520; cours médian des monnaies participant au SME 0,92913. Le
cours médian des monnaies participant au SME représente la moyenne jour-
nalière des cours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

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



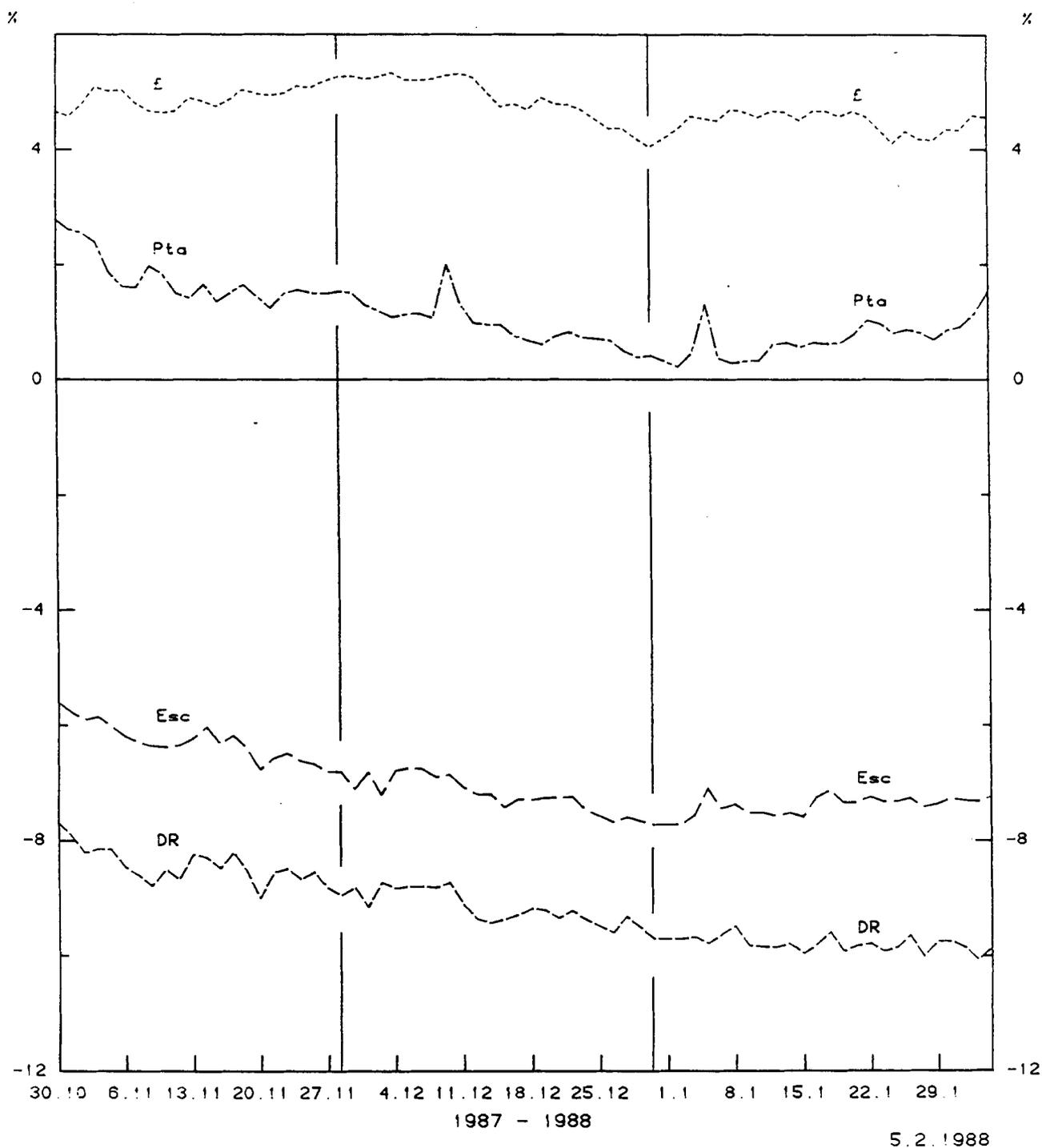
* Les cours d'interventions supérieur et inférieur de la lire italienne représentent l'écart maximal théorique par rapport à la monnaie la plus faible respectivement la plus forte dans la bande de fluctuation étroite de 2,25%.

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.

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



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

