

PROTOKOLL*

DER 234. SITZUNG DES AUSSCHUSSES DER PRÄSIDENTEN
DER ZENTRALBANKEN DER MITGLIEDSTAATEN
DER EUROPÄISCHEN WIRTSCHAFTSGEMEINSCHAFT
BASEL, DIENSTAG, 11. April 1989, 9.30 UHR

Anwesend sind: der Gouverneur der Bank von Griechenland und Ausschussvorsitzende, Herr Chalikias, begleitet von den Herren Papademos, Karamouzis und Brissimis; der Gouverneur der Banque Nationale de Belgique, Herr Godeaux, begleitet von den Herren Rey und Michielsen; der Gouverneur der Danmarks Nationalbank, Herr Hoffmeyer, begleitet von Herrn Mikkelsen; der Präsident der Deutschen Bundesbank, Herr Pöhl, begleitet von den Herren Gleske und Rieke; der Gouverneur der Banco de España, Herr Rubio, begleitet von den Herren Linde und Durán; der Gouverneur der Banque de France, Herr de Larosière, begleitet von den Herren Waitzenegger und Cappanera; der Gouverneur der Central Bank of Ireland, Herr Doyle, begleitet von den Herren O'Grady Walshe und Reynolds; der Gouverneur der Banca d'Italia, Herr Ciampi, begleitet von den Herren Dini und Santini; der Präsident der Nederlandsche Bank, Herr Duisenberg, begleitet von Herrn Szász; der Gouverneur der Banco de Portugal, Herr Tavares Moreira, begleitet von den Herren Pego Marques und Amorim; der Gouverneur der Bank of England, Herr Leigh-Pemberton, begleitet von den Herren 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 ist ferner Herr Dalgaard, Vorsitzender der Expertengruppe. Ebenfalls anwesend sind der Generalsekretär des Ausschusses, Herr Morelli,

* Endgültige, in der Sitzung vom 9. Mai 1989 gebilligte Fassung, die gegenüber dem Entwurf nur einige Änderungen redaktioneller Art aufweist.

und sein Beigeordneter, Herr Bascoul, sowie die Herren Scheller und Giles und die Herren Bockelmann und Dagassan.

Ferner nimmt Herr Gros, Chef der Bankabteilung der BIZ, an der Diskussion von Punkt V der Tagesordnung teil.

I. Billigung des Protokolls der 233. Sitzung

Der Ausschuss billigt das Protokoll der 233. Sitzung im Wortlaut des Entwurfs.

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

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

A. Referat von Herrn Dalgaard

Die "Überwachungsgruppe" hat ihre Überlegungen auf zwei Punkte konzentriert: den Dollar sowie die Entwicklung der dänischen Krone und die Konsequenzen dieser Entwicklung für das EWS.

Der Dollar festigte sich im März um mehr als 3 %, so dass sich sein Kurs dem Rekordniveau vom Sommer 1988 annäherte; Anfang April schwächte er sich wieder etwas ab. Seit drei Monaten bewegt er sich in einer Spanne von DM 1,80 bis DM 1,90, während er seit Anfang 1987 meist zwischen DM 1,65 und DM 1,90 notierte, was Zeichen einer gewissen Stabilität über einen Zeitraum von mehr als zwei Jahren hinweg ist. Verglichen mit seinem tiefsten Stand von Ende 1987 hat sich der Dollar jedoch um fast 20 % aufgewertet, real gesehen sogar noch mehr. Diese Entwicklung hat gewiss dazu beigetragen, dass sich der Anpassungsprozess in die falsche Richtung entwickelt hat; in der Tat beobachtet man eine Zunahme der Leistungsbilanzüberschüsse Japans und Deutschlands und des Leistungsbilanzdefizits der USA. So zeigen die neusten Zahlen in Deutschland beispielsweise, dass der Überschuss der Handelsbilanz kräftig wächst und der der Leistungsbilanz noch stärker, da die Einkünfte aus deutschen Anlagen zunehmen.

Mehrere Faktoren erklären die anhaltende Stärke des Dollars:

- Aus binnenwirtschaftlichen Gründen werden die amerikanischen Zinssätze hochgehalten, was gegenüber der D-Mark und dem Yen ein

- bedeutendes Zinsgefälle bewirkt, und dies zu einem Zeitpunkt, an dem der Markt kaum mit einem echten Kursverfall des Dollars rechnet.
- In dieser Ansicht wird der Markt noch dadurch bestärkt, dass die Interventionen der Zentralbanken in den letzten Monaten nicht sonderlich überzeugend waren, während im Sommer 1988 eindrucklichere, konzertierte Interventionen vorgenommen worden waren.
 - Der Yen und die D-Mark schwächten sich aus politischen Gründen ab, der Yen stärker wegen des "Recruit"-Skandals, die D-Mark etwas weniger wegen gewisser Wahlergebnisse.
 - Die Quellensteuer und einige andere Faktoren haben die Attraktivität des deutschen Kapitalmarkts für gebietsansässige und gebietsfremde Anleger beeinträchtigt.

Im EWS kam die dänische Krone unter Druck; kurz vor Ostern erreichte sie ihren unteren Interventionspunkt, was erstmals seit Januar 1987 Pflichtinterventionen notwendig machte. Die dänische Krone hat allerdings seit dem vergangenen Sommer allmählich immer schwächer notiert; ursächlich war die Verminderung der Zinsdifferenzen. Gegenüber der D-Mark hat sich der Abstand bei den langfristigen Zinssätzen von 6 auf 3 Prozentpunkte vermindert, bei den kurzfristigen auf lediglich noch 1 1/2 Prozentpunkte. Wegen der Schwäche der dänischen Wirtschaft hatte die Zentralbank beschlossen, die in den anderen Ländern eingetretenen Zinserhöhungen nicht mitzumachen, es sei denn, dies dränge sich aus aussenwirtschaftliche Erwägungen auf. Seit Ende Februar wurde die Krone nahe an ihrem unteren Interventionspunkte gehandelt, jedoch ohne dass Interventionen nötig waren. Die Lage änderte sich knapp vor Ostern: Obschon keine Leitkursanpassung erwartet wurde, beschlossen einige Marktteilnehmer, ihre Positionen zu ändern, vielleicht weil sie insofern etwas besorgt waren, als der dänische Markt während mehr Tagen als die anderen Finanzplätze geschlossen war, vielleicht auch weil die Deckungsgeschäfte wenig kosteten. Infolgedessen sank die Krone auf ihren unteren Interventionskurs gegenüber der D-Mark, und die Danmarks Nationalbank und die Deutsche Bundesbank mussten innerhalb von drei Tagen für fast \$ 1 Mrd. D-Mark verkaufen und dänische Kronen kaufen. Die Experten der "Überwachung" haben vermerkt, dass diese Pflichtinterventionen zu bedeutenden DM-Verkäufen führten, obgleich die Bundesbank in der Regel bestrebt ist, solche Operationen zu vermeiden, wenn die D-Mark international schwach ist. Glücklicherweise dauerten die Interventionen nur ein paar Tage; überdies wurde keine sehr kurzfristige Finanzierung benötigt, denn die Danmarks Nationalbank benutzte

ihre DM-Guthaben für unverzügliche Glattstellung. Seit der Wiedereröffnung der Märkte nach Ostern hat sich die dänische Krone von ihrem unteren Interventionspunkt entfernt, ohne dass weitere Interventionen erforderlich waren. Jedoch verschärfte die Zentralbank während der folgenden Tage ihre Politik etwas; diese mässige Verschärfung bewirkte einen Anstieg der Geldmarktzinssätze um 1/2 Prozentpunkt.

Der französische Franc entwickelte sich sehr gut; trotz einer weiteren Verflachung des Zinsgefälles gegenüber der D-Mark stieg sein Kurs derart an, dass die Banque de France beschloss, mit Devisenkäufen zu intervenieren. Diese Entwicklung hat folgende Gründe: ausgezeichnete Eckwerte bei Teuerung, Beschäftigung etc., ebenso die freundliche Reaktion des Marktes auf die jüngsten Massnahmen zur Liberalisierung des Kapitalverkehrs.

Die Lira festigte sich Anfang März wegen des Anstiegs der Zinssätze. Die Banca d'Italia intervenierte ebenfalls mit beträchtlichen Käufen. In der Folge verminderte sich das Zinsgefälle wieder, und die Interventionen wurden eingestellt. Die Lage bleibt jedoch ruhig.

Das irische Pfund hielt sich im oberen Teil des EWS-Bandes, aber die Central Bank of Ireland intervenierte kürzlich mit einigen Verkäufen, um einem Nettokapitalabfluss zu begegnen. Die fundamentalen Faktoren bleiben in Irland günstig: geringe Teuerung, Leistungsbilanzüberschuss und beträchtliche Verbesserung des Haushalts. Die Zinsdifferenzen gegenüber der D-Mark sind jedoch sehr klein, kleiner noch als jene in Frankreich.

Das Pfund Sterling war in den letzten Wochen gegenüber der D-Mark relativ stabil. Man hofft immer noch auf eine Konjunkturberuhigung, aber diese ist noch nicht erkennbar. Die Veröffentlichung eher schlechter Aussenhandelsergebnisse löste einen Schwächeanfall des Pfundes aus, dem die Bank of England mit umfangreichen Interventionen entgegenwirkte.

Die spanische Peseta erlebte eine relativ ruhige Zeit.

In Portugal wurde die Politik der regelmässigen Abwertung des gewogenen Durchschnittskurses des Escudo um 1/4 % pro Monat fortgesetzt. Die Banco de Portugal hob kürzlich ihre Zinssätze um 1 Prozentpunkt an und erhöhte die Pflichtreserven; sie reagierte damit auf eine Beschleunigung der Inflation, die seit Anfang Jahr über 10 % beträgt, und auf eine Verschlechterung der Leistungsbilanz.

Bei der griechischen Drachme traten einige Spannungen auf, die jedoch im wesentlichen saisonbedingt waren.

Hinsichtlich der privaten ECU ist zu vermerken, dass die Banque de France erstmals in bescheidenen Beträgen Interventionen vornahm, die aber am Gesamtbetrag ihrer ECU-Guthaben nichts änderten. Die Guthaben anderer Zentralbanken sind weiter angestiegen, um etwa ECU 1 Mrd. im März, so dass sich der Gesamtbetrag nun auf ECU 13 Mrd. beläuft. Diese Käufe wurden hauptsächlich von der Banca d'Italia im Rahmen der allgemeinen Aufstockung ihrer Reserven und - in geringerem Ausmass - von der Bank of England vorgenommen.

B. Referat von Herrn Papademos

Die Stellvertreter hatten eine eingehende Diskussion, die sich auf zwei Punkte konzentrierte: eine allgemeine Bewertung der Entwicklung der Wechselkurse und des Anpassungsprozesses, und die Entwicklung der Wirtschaftslage und -politik in einigen Ländern der Gemeinschaft.

Einige Stellvertreter erklärten sich befriedigt über die relative Stabilität der nominalen Wechselkurse. Der Dollar hat sich zwar im März nochmals aufgewertet, jedoch haben sich seine Schwankungen gegenüber den wichtigsten Währungen seit mehreren Monaten in vernünftigen Grenzen gehalten. Diese Entwicklung wurde als Beweis für den Erfolg der Politikkoordinierung auf internationaler Ebene ausgelegt. Die kürzlichen Interventionen der Bank of Japan und die aktivere Rolle der Federal Reserve an den Devisenmärkten sind ein Zeichen für die Verbesserung dieser Koordination. Die Zinssatzschwankungen wurden ebenfalls stabilisiert, und ein Erhöhungswettbewerb oder ein Sich-Überbieten bei den Zinssätzen wurde vermieden. Im übrigen blieb das Europäische Währungssystem von Spannungen verschont, abgesehen vom Schwächeanfall der dänischen Krone, die vorübergehend ihren unteren Interventionspunkt im Kursband erreichte.

Mehrere Stellvertreter unterstrichen jedoch, dass man der relativen Stabilität der nominalen Wechselkurse nicht allzuviel Gewicht beimessen darf. Die realen Wechselkurse, die für den internationalen Anpassungsprozess wichtiger sind, haben sich in die falsche Richtung entwickelt, und der Anpassungsprozess ist nicht bloss unterbrochen worden, sondern hat sich in sein Gegenteil verkehrt. So haben sich während des ersten Quartals dieses Jahres die D-Mark und der Yen real gesehen gegenüber dem Dollar weiter abgewertet, und der Leistungsbilanzüberschuss Deutschlands ist noch gestiegen.

Drei Auslegungen können hinsichtlich der Leistungsbilanzungleichgewichte vorgebracht werden. Erstens: Diese Ungleichgewichte sind auf mittlere Sicht tragbar, sie sollten daher keinen Anlass zu Besorgnis geben. Zweitens:

Die Märkte könnten zu irgendeinem Zeitpunkt zur Ansicht kommen, dass die angewandte Wirtschaftspolitik ungeeignet ist und die Ungleichgewichte unhaltbar sind; dann könnte es zu einer Krise kommen. Eine dritte Meinung ist schliesslich, dass die aussenwirtschaftlichen Ungleichgewichte ein untragbares Ausmass erreicht haben und aktive Korrekturmassnahmen erforderlich sind. Insbesondere wäre in mehreren Ländern, namentlich in den Vereinigten Staaten, eine Änderung der Dosierung der politischen Strategien erforderlich. In einer Anzahl von Fällen ist die Geldpolitik nicht im nötigen Ausmass von der Haushaltspolitik unterstützt worden. Infolgedessen war das Niveau der Zinssätze höher, als es sonst wohl gewesen wäre, und führte zu einer realen Aufwertung der Währungen und einer Verstärkung der aussenwirtschaftlichen Ungleichgewichte. Die Situation ist in den USA besonders akut, denn wenn auch das Haushaltsdefizit, in Prozenten des BIP gemessen, nicht sehr hoch ist, so ist die private Ersparnisquote niedrig und genügt nicht, um das Defizit des öffentlichen Haushalts und die Investitionen zu finanzieren.

Hinsichtlich der Wirtschaftslage und -politik in einigen Ländern der Gemeinschaft hoben die Stellvertreter folgende Punkte hervor:

In Grossbritannien sollte die bedeutende Erhöhung der Zinssätze, die 1988 vorgenommen wurde, schliesslich zu einer Verlangsamung der Inlandsnachfrage führen. Die Bank of England wird einem Abwertungsdruck auf das Pfund Sterling Widerstand leisten und ihre antiinflationäre Politik fortsetzen.

Die Wirtschaftslage Frankreichs hat sich weiter verbessert, und die französischen Behörden sind entschlossen, das Erreichte zu konsolidieren.

In Dänemark verschärfte die Zentralbank ihre Geldpolitik, als die dänische Krone vor Ostern unter wachsenden Druck kam und zu oder nahe ihrem unteren Interventionskurs gehandelt wurde. Bis dahin hatten sich die Behörden hinsichtlich einer Anhebung der Zinssätze zurückhaltend gezeigt, da das Wirtschaftswachstum schon im dritten aufeinanderfolgenden Jahr praktisch Null war. Dass man die dänische Krone nahe ihrem unteren Interventionspunkt schwanken liess, ohne eine Leitkursanpassung auszulösen, trug zu einer Entdramatisierung des Kursverfalls bei. Die Behörden bekräftigten erneut ihre Absicht, die Ungleichgewichte nicht mittels einer Leitkursanpassung zu korrigieren, sondern mittels binnenwirtschaftlicher Massnahmen, die sich jedoch nur mit beträchtlicher Verspätung auf die Wirtschaft auswirken.

Die italienische Wirtschaft verzeichnet immer noch ein rasches Wachstum, das durch die Haushaltsdefizite und den Investitionsboom genährt wird. Die Auslastung der Produktionskapazitäten hat einen Höchststand erreicht,

und die Arbeitslosigkeit nimmt ab. Die wirtschaftliche Lage wirkt sich ausserordentlich belastend auf die Geldpolitik aus, wenn auch bei der Reduzierung der Haushaltsdefizite einige Fortschritte erzielt wurden. Die Geldpolitik war restriktiv und insbesondere durch die steigenden inländischen Zinssätze geprägt, die zu Kapitalzuflüssen und einem Anziehen der Lira führten. Die Kreditaufnahme italienischer Gebietsansässiger im Ausland, die dadurch bewirkt wurde, hat jedoch die Bemühungen, die Kreditexpansion und damit auch die globale Inlandsnachfrage in Grenzen zu halten, gefährdet. Es wurde betont, dass die konjunkturelle Lage Italiens sich von jener anderer europäischer Länder unterscheidet, und dass die italienischen Währungsbehörden sich einer schwierigen Situation gegenübersehen. Die Frage wurde aufgeworfen, ob andere Länder im Rahmen einer engeren politischen Koordination Unterstützung leisten könnten.

In Portugal weist das BIP ein starkes Wachstum auf - 1988 um etwa 4 % -, aber die Teuerungsrate ist neuerdings wieder zweistellig, und das Leistungsbilanzdefizit ist trotz der Zunahme der staatlichen Reserven schlimmer geworden. Die Währungsbehörden haben kürzlich mehrere Massnahmen getroffen, um die Expansion des Kredits und der Geldmenge zu zügeln, und die Zinssätze sind gestiegen. Die Wirksamkeit der geldpolitischen Massnahmen wäre jedoch höher, wenn die Haushaltspolitik ihren Beitrag zur Inflationsbekämpfung erbringen würde.

In Irland hat ein starker politischer Konsens über die Wünschbarkeit der Reduzierung der staatlichen Defizite zu einer Abnahme des Kreditbedarfs der öffentlichen Hand von 13 % des BIP vor zwei Jahren auf dieses Jahr 5 % geführt. Überdies wurde die Inflation auf eine Jahresrate von 2 % zurückgeführt, und die Leistungsbilanz weist einen Überschuss aus. Das Vertrauen in die Stabilität der Wirtschaft und der Wechselkurse löste bedeutende Kapitalzuflüsse aus. Die inländischen Zinssätze liegen unter jenen Grossbritanniens, was im Widerspruch zu der Auffassung steht, sie müssten zwei Punkte über den britischen Sätzen liegen.

In Spanien beschleunigt sich die Inflation, während die Wirtschaft rasch wächst. Die jüngsten geldpolitischen Massnahmen sollten das Wachstum bremsen und dem Inflationsdruck Einhalt gebieten. Wahrscheinlich wird jedoch von der Haushaltspolitik keine Unterstützung bei der Inflationsbekämpfung kommen, da das Haushaltsdefizit für 1989 gemessen am BIP gleich hoch wie 1988 budgetiert ist.

Die Diskussion der Stellvertreter erlaubte es, einen allgemeinen Schluss zu ziehen, nämlich dass selbst bei einer Verbesserung der internationalen geldpolitischen Koordination in mehreren Ländern immer noch ernsthafte Probleme hinsichtlich der Koordination zwischen Geldpolitik und Haushaltspolitik bleiben.

C. Diskussion des Ausschusses

Herr Moreira gibt einige Kommentare zur Lage in Portugal und den jüngst ergriffenen Massnahmen ab; diese verfolgten den Zweck, die Beschleunigung der Inflation zu bremsen, die im wesentlichen durch den Druck der Binnennachfrage ausgelöst werde. Der Index der Konsumentenpreise sei, aufs Jahr gerechnet, im Januar und Februar um über 12 % angestiegen, verglichen mit 9 % im Vorjahr. Wegen der Zunahme des Handelsdefizits habe sich die Leistungsbilanz verschlechtert; sie habe 1988 mit einem Defizit von \$ 600 Mio. geschlossen, d.h. 1,5 % des BIP; die Exporte hätten wohl real um 7 % zugenommen, die Importe jedoch um 17 %.

Bei den ergriffenen Massnahmen handle es sich hauptsächlich um eine Anhebung des Diskontsatzes um 1 Prozentpunkt von 13,5 % auf 14,5 % und eine beträchtliche Erhöhung der Koeffizienten der Pflichtreserven; die neue Quote von 17 % gelte von nun an für alle Einlagenkategorien. Diese Änderung bei den Pflichtreserven sollte einen bedeutenden Teil der von den Banken gehaltenen Liquidität abschöpfen. Andererseits habe sich die Regierung verpflichtet, die Auslandsverschuldung durch vorzeitige Rückzahlungen, die 1989 den Betrag von \$ 700 Mio. erreichen sollen, rasch abzubauen. Der Zustrom mittel- und langfristigen Kapitals, der anhalte und 1988 \$ 2 Mrd. überschritten habe, mache die Rückzahlungen möglich. Diese sollen durch Emission von Titeln erfolgen, die für den Nichtbanksektor bestimmt sind, und die Ankündigung dieser Massnahme habe sich schon auf die Marktzinssätze ausgewirkt. Die Schuldzinsen der Banken lägen derzeit um 20 %, gegenüber einem Höchststand von 17 % vor sechs Monaten.

Alle diese geldpolitischen Massnahmen zusammen sollten die Inlandsnachfrage mässigen, aber vom Haushalt her komme keine bedeutsame Unterstützung.

Herr Pöhl hat einige Bemerkungen zu den Ungleichgewichten der Handelsbilanzen. Es sei zwar richtig, dass die Vereinigten Staaten Korrekturmassnahmen ergreifen sollten, man dürfe sich jedoch nicht auf dieses Land und Japan beschränken. Die Handelsbeziehungen innerhalb der EG seien ebenfalls wichtig. Wie man schon gehört habe, nehme der gesamte deutsche

Handelsbilanzüberschuss zu, und 1988 habe sich der Überschuss nur gegenüber zwei Ländern vermindert, gegenüber den USA und Dänemark. Gegenüber den USA sei der Überschuss um mehr als DM 7 Mrd. zurückgegangen, und es lasse sich daher sagen, dass die bilaterale Anpassung USA/Deutschland auf dem richtigen Weg sei, was auch zwischen der EG als Ganzem und den USA zutreffe; Probleme hätten die USA vor allem mit Japan und anderen Ländern Asiens. Innerhalb Europas würden sich die Ungleichgewichte eher verschlimmern, und es sei beispielsweise zu vermerken, dass die deutschen Überschüsse gegenüber den Ländern mit hoher Teuerung, wie Grossbritannien, Spanien, Portugal und Griechenland, besonders stark zugenommen haben. So seien die deutschen Exporte in die drei erstgenannten Länder 1988 um 13 %, 20 % bzw. 24 % angestiegen. Dänemark sei das einzige Land der Gemeinschaft, gegenüber welchem der deutsche Überschuss zurückgegangen sei, und das hänge mit der restriktiven, auf Ausgleich ausgerichteten Politik dieses Landes zusammen.

Man müsse jedoch genau und aufmerksam sein, wenn man davon spreche, die Ungleichgewichte zu vermindern, denn wenn man es mit falschen Massnahmen tue, so bestehe die Gefahr, dass man die Situation noch verschlimmere und die Inflation anheize. Im Falle von z.B. Spanien und Portugal, vielleicht noch anderer Länder, sei es normal, während einer gewissen Zeit Handelsbilanzdefizite hinzunehmen, um die Investitionen zu fördern und auf längere Sicht bessere Bedingungen für das Wirtschaftswachstum zu schaffen. Die Einfuhren von Investitionsgütern seien nötig und würfen keine Probleme auf, wenn sie durch spontane Kapitalbewegungen aus Überschussländern und nicht durch Interventionen auf den Devisenmärkten finanziert würden. Man dürfe nicht den Eindruck erwecken, die optimale Wirtschaftspolitik in der Gemeinschaft bestehe darin, überall bilateral ausgeglichene Leistungs- oder Handelsbilanzen zu haben. Das wäre angesichts der unterschiedlichen Entwicklungsstufen innerhalb der EG absurd, und es sei normal, dass die Länder mit einem schwachen binnenwirtschaftlichen Wachstum und einer hohen Sparquote in jene europäischen Regionen exportieren, in denen nicht die gleichen Bedingungen herrschen. Das Problem sei selbstverständlich ein ganz anderes, was die Vereinigten Staaten betreffe, wo das Handelsbilanzdefizit auf längere Sicht unhaltbar und daher sehr besorgniserregend sei.

Die Wechselkurse werden immer weniger als geeignetes Instrument der Anpassung angesehen, womit man sich konkret auf eine Währungsunion zu bewege. Den Märkten sei dies immer deutlicher bewusst geworden, aber die Stabilität der Wechselkurse habe einen hohen Preis. Die Länder, die früher

ihre Währung abgewertet hatten, müssten nämlich im allgemeinen bedeutende Zinsdifferenzen gegenüber der D-Mark aufrechterhalten, denn die Märkte glaubten, dass es noch zu Abwertungen kommen könnte. Interessanterweise stelle man jedoch fest, dass sich die Zinsdifferenzen vermindert hätten, für Dänemark beispielsweise von 6 Prozentpunkten vor zwei Jahren auf jetzt noch 1 1/2 Punkte. Gegenüber Frankreich sei das Zinsgefälle von 3 auf 2 1/2 Punkte zurückgegangen, was vielleicht immer noch zuviel sei.

Herr Leigh-Pemberton erklärt, er sei wie Herr Moreira der Ansicht, dass die Verbesserung der Handelsbilanz hauptsächlich aus einer Mässigung der Inlandsnachfrage kommen müsse; 1988 habe diese in Grossbritannien um rund 11 % zugenommen, gegenüber 4 % beim Angebot. Die beträchtlichen Einfuhren haben vielleicht die inflationären Spannungen etwas gemildert, aber ihre Verminderung sei notwendig, um bei der Handelsbilanz wieder eine bessere Situation zu erzielen. Die Bank of England sei in der Tat gegen eine Abwertung des Pfund Sterling, um das Ungleichgewicht zu korrigieren. Die Erfahrung habe gezeigt, dass dies kein gutes Mittel und die unmittelbare Auswirkung eine noch stärkere Inflation sei. Anzumerken sei, dass die Zunahme der britischen Importe vor allem bei den Investitionsgütern und Fertigprodukten erfolgt sei. Ersteres sei günstig für die Erhöhung des Angebots und das künftige Exportvolumen. Das zweite sei weniger positiv, soweit es um Befriedigung der starken Inlandsnachfrage gehe. Man könne sich jedoch fragen, ob die Verbesserung der Lage in den Defizitländern nicht, und vielleicht bald, Probleme für das Wachstum der deutschen Wirtschaft und selbst für die Gemeinschaft als Ganzes schaffen würde.

Herr Pöhl meint, dass die deutsche Wirtschaft in der Tat nicht unberührt von einer Beseitigung der Ungleichgewichte bei den Partnern wäre, denn sie sei stark auf Export ausgerichtet. Man müsse jedoch deutlich festhalten, dass der Überschuss der Leistungsbilanz weit unter dem Handelsbilanzüberschuss liegt; der Grund dafür sei das gewaltige Defizit der Dienstleistungsbilanz im Zusammenhang mit den Nettotransferzahlungen an die Gemeinschaft und mit den Ausgaben der deutschen Touristen im Ausland. Im übrigen sei es normal und wünschenswert, dass ein Land wie Deutschland mit seiner Demographie, seinem hohen Lebensstandard und seiner hohen Sparquote netto Kapital in die Regionen exportiere, die darauf angewiesen seien, nicht nur in der dritten Welt, sondern auch in europäischen Ländern mit höherem Wachstumspotential, wie Südeuropa. Aber wenn auch Deutschland einen Leistungsbilanzüberschuss haben müsse, so sei dieser derzeit zu hoch. Die Vorstellung, man könne ihn

durch eine stärkere Inlandsnachfrage vermindern, sei problematisch und wahrscheinlich für Europa kaum wünschbar. Würde nämlich Deutschland seine bedeutende Ersparnis für eine Erhöhung der Investitionen, des Verbrauchs und des Wirtschaftswachstums verwenden, so würde der Abstand zwischen den einzelnen Ländern oder Regionen der EG noch wachsen. Ideal wären reale Kapitalströme aus den reichen Regionen in die ärmeren, um die Entwicklungsunterschiede auszugleichen. Es dürfe in Europa nicht zu der absurden Situation der Vereinigten Staaten kommen, die als reichstes Land der Welt seit Jahren netto Kapital selbst aus den Entwicklungsländern importierten.

Herr Hoffmeyer erklärt, er habe, als die Deutsche Bundesbank im Januar ihren Diskontsatz an hob, ohne viel Erfolg versucht, mit seinen Kollegen Verbindung aufzunehmen, und habe gehofft, die Mitglieder des Wechselkursmechanismus würden sich dem deutschen Vorgehen nicht automatisch anschliessen. Dänemark sei schliesslich als einziges Land in der Lage gewesen, seine Zinssätze nicht anzuheben. Diese Erfahrung illustriere die Möglichkeit einer gewissen Unabhängigkeit in der Zinspolitik, wenn die binnenwirtschaftlichen Faktoren gegen eine Erhöhung der Zinssätze sprächen; überdies habe sie zweierlei gezeigt: Erstens, obschon die dänische Krone ihren unteren Interventionskurs erreicht habe, habe die Spekulation nicht gewütet; zweitens, das Zinsgefälle habe kurz darauf korrigiert werden müssen, was die Grenzen der Unabhängigkeit aufzeige und bedeute, dass das nächste Mal, wenn es ein nächstes Mal gebe, Dänemark sich wahrscheinlich den von Deutschland und den anderen Partnern ergriffenen Massnahmen anschliessen müsse und nicht isoliert bleiben könne.

Herr de Larosière legt einige Beobachtungen dar. Der Wechselkurs werde zur Zeit nicht mehr als der optimale Anpassungsmechanismus angesehen, namentlich weil in allen Ländern der Auslastungsgrad der Produktionskapazitäten hoch sei und eine gewisse Gefahr inflationärer Spannungen bestehe. Lasse ein Land mit einem Handelsbilanzdefizit zu, dass sich seine Währung abwerte, so würde es zwar eine beschleunigte Teuerung, aber wegen der Zwänge auf der Angebotsseite keine Zunahme der Exporte auslösen. Die Anpassung sei daher von den Eckdaten der Wirtschaft her zu erwägen. Dies gelte für die Überschussländer, die die Unvollkommenheiten oder strukturellen Probleme ihrer Wirtschaft prüfen müssten. Dies gelte ebenso für die Defizitländer, die sich mit den Gründen für eine übermässige Abschöpfungsrate befassen müssten. Man dürfe nicht zu mechanisch denken und fordern, dass alle Handels- oder Leistungsbilanzen vollständig im Gleichgewicht seien, sondern man

müsse versuchen, im Rahmen der internationalen Wirtschaft die Eckdaten zu koordinieren, um das Wachstum zu stützen, ohne dem inflationären Druck nachzugeben. Es gehe darum, eine schwierige Aufgabe zu erfüllen und die alte Vorstellung aufzugeben, man müsse im Falle eines Ungleichgewichts der Leistungsbilanz bloss den Wechselkurs ändern.

Natürlich wäre es erwünscht, wenn die Vereinigten Staaten netto Kapital exportierten, vor allem in die Länder der dritten Welt. Diese hätten jedoch heute nicht die finanzielle Kapazität, um dieses Kapital aufzunehmen. Andererseits hätten die anderen OECD-Länder immer noch eine höhere Sparquote als die Vereinigten Staaten, woraus man zwei Schlüsse ziehen könne:

- Entweder habe man ein ausgeglicheneres internationales System mit einer geringeren Kapitaleinfuhr durch die USA; aber soweit die Entwicklungsländer ihre Aufnahmefähigkeit nicht erhöhen können und Japan und andere reiche Länder sparen, kann sich das Gleichgewicht nur auf einem schwächeren Wachstumsniveau einstellen;
- oder das amerikanische Defizit werde finanziert, weil in den USA bedeutende Anlagemöglichkeiten bestehen, was die ausländischen Anleger dazu bringe, ihr Kapital auf diesem Markt anzulegen.

Der Vorsitzende schliesst die Diskussion des Ausschusses ab und hebt hervor, dass sehr interessante Bemerkungen zu einer Reihe von wesentlichen Punkten der derzeitigen Lage gemacht worden seien.

III. Verabschiedung des Ausschussberichts an die EG-Finanzminister über die Entwicklung an den Devisenmärkten der neunzehn an der Konzertation beteiligten Länder im März und in den ersten Apriltagen 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. Änderungen in der Wechselkursstruktur in längerfristiger Perspektive auf der Grundlage eines kurzen Vortrags von Herrn Dr. Bockelmann

Der Vorsitzende teilt dem Ausschuss mit, aus Zeitmangel hätten die Stellvertreter diesen Punkt der Tagesordnung nicht besprochen; er schlägt vor, diesen Punkt auf die nächste Sitzung zu vertagen und zum folgenden Punkt überzugehen, der von den Stellvertretern diskutiert worden ist.

V. Organisation des ECU-Clearing: Kriterien für die Erweiterung

A. Referat von Herrn Papademos

Nach einer detaillierten Darlegung durch Herrn Gros hatten die Stellvertreter eine eingehende Diskussion über die Erweiterung des Clearing systems für die private ECU; sie sind überzeugt, dass dieses System sich nach kommerziellen und bankenaufsichtlichen Kriterien weiterentwickeln und nicht durch einige Institute blockiert werden sollte, die offenbar privilegierte Positionen verteidigen wollen. Die Stellvertreter konnten jedoch in ihrer Diskussion einige Punkte nicht zu Ende besprechen und finden es besser, an der Maisitzung auf diese Frage zurückzukommen und dann dem Ausschuss der Zentralbankpräsidenten Bericht zu erstatten.

B. Diskussion des Ausschusses

Herr de Larosière erklärt, auf diesem Gebiet müssten völlig klare Vorstellungen herrschen. Das ECU-Clearingsystem müsse sich auf dem von Herrn Papademos erwähnten Weg weiterentwickeln und erweitern. Oft bestehe bei Berufsgruppen die Tendenz zu konkurrenzfeindlichem Korporatismus und Abschirmungsmassnahmen. Es sei aber genau die Pflicht der Zentralbankpräsidenten, die Gruppen, die sich private Reviere schaffen wollen, nicht zu schützen, sondern im Gegenteil die Entwicklung und Öffnung des Systems zu ermöglichen. Beispielsweise gebe es in Frankreich grosse internationale Banken, wie den Crédit Commercial de France, die Banque Indosuez und die Caisse Centrale des Banques populaires, die sehr gut etabliert seien, aber nicht als Clearingbanken zugelassen würden. Diese Situation könne nicht akzeptiert werden. Die Zentralbanken und die BIZ müssen eine Tendenz bekämpfen, die die Entwicklung und Öffnung des Clearingsystems blockieren würde.

Herr Duisenberg schliesst sich der Meinung von Herrn de Larosière rückhaltlos an.

Herr Leigh-Pemberton erklärt, die Zentralbankpräsidenten müssten in der Tat die Grundsätze der Weiterentwicklung und Öffnung des Clearingsystems, an die erinnert worden sei, unterstützen, und diese Unterstützung sollte bekanntgegeben werden. Die jetzige Verteilung der Banken im System sei nicht gut. Für den Ausbau der Verwendung der ECU sei es wichtig, dass das Clearingsystem in befriedigender Weise funktioniere und sich entwickle und dass die geographische Verteilung besser werde.

Herr Pöhl stimmt den Erklärungen von Herrn de Larosière und den anderen Vorrednern zu. Die Zentralbanken hätten am Anfang der BIZ und dem System ihre Unterstützung gewährt, und sie müssten dies auch weiter tun. Man müsse jedoch daran erinnern, dass weder die BIZ noch die Zentralbanken bereit seien, eine Verantwortlichkeit als "Lender of last resort" zu übernehmen. Es gehe um ein grundlegendes Prinzip, das 1983 aufgestellt worden sei, als die Zentralbankpräsidenten zum ersten Mal über das ECU-Clearingsystem sprachen, und es müsse die Basis dieses Systems bleiben.

Herr Rubio erklärt sich ebenfalls völlig einverstanden mit den Bemerkungen von Herrn de Larosière.

Der Vorsitzende schliesst den Gedankenaustausch und erinnert daran, dass diese wichtige Frage des ECU-Clearingsystems an der Maisitzung nach einer ergänzenden Prüfung durch die Stellvertreter wieder aufgenommen werde.

VI. Weitere Fragen innerhalb der Zuständigkeit des Ausschusses

Es liegen keine weiteren Fragen vor.

VII. Zeit und Ort der nächsten Sitzung

Der Vorsitzende schlägt vor, die nächste Sitzung des Ausschusses am Dienstag, dem 9. Mai 1989, um 9.30 Uhr abzuhalten; er erinnert daran, dass der Verwaltungsrat der BIZ beschlossen hat, seine Sitzungen inskünftig um 9 Uhr anstatt wie bisher um 9.30 abzuhalten. Der Ausschuss könnte daher nun jeden Monat um 9.30 statt um 10 Uhr tagen, was mehr Zeit für die Diskussionen ergäbe.

Der Vorsitzende stellt fest, dass der Ausschuss mit diesem neuen Zeitplan einverstanden ist.

Ausschuss der Präsidenten
der Zentralbanken der Mitgliedstaaten
der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft

11. April 1989

Vertraulich

Übersetzung

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

—————
MÄRZ 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 März und während der ersten Apriltage 1989.

I. ENTWICKLUNG DER WECHSELKURSE

Die wichtigsten Entwicklungen an den Devisenmärkten waren im März 1989:

- Trotz mehrmaliger konzertierter Interventionen der Zentralbanken befestigte sich der US-Dollar kräftig gegenüber den meisten anderen Währungen.
- Im EWS verzeichnete der französische Franc bedeutende Kursgewinne, während die dänische Krone sich nach wie vor schwach zeigte.
- Der Schweizer Franken schwächte sich beträchtlich ab.

Der US-Dollar kam im März unter Aufwertungsdruck und notierte am Monatsende gegenüber dem japanischen Yen über 4,5 % und gegenüber der D-Mark 4 % höher. Dieser Druck verstärkte sich im Lauf des Monats, da sich bei den

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

Marktteilnehmern die Ansicht bildete, dass angesichts anhaltenden Preisauftriebs in der US-Wirtschaft das Zinsgefälle für Dollaranlagen günstig bleiben werde. Andere Faktoren, einschliesslich steigender Ölpreise und die Dollarnachfrage zum Quartalsende, gaben dem Dollar ebenfalls Auftrieb. Die amerikanischen Währungsbehörden intervenierten, zeitweilig in Abstimmung mit einigen europäischen Zentralbanken, während des Monats, um dem Anstieg des Dollars zu begegnen; dieser schloss den Monat nahe seinen Jahreshöchstständen von Yen 132.80 gegenüber dem Yen und DM 1.8975 gegenüber der D-Mark.

Im EWS dehnte sich das Kursband auf 2,25 % aus, als die dänische Krone den unteren Interventionspunkt gegenüber der D-Mark erreichte. Zum ersten Mal seit Januar 1987 kam es zu obligatorischen Interventionen an den Bandgrenzen. Der französische Franc verzeichnete während des ganzen Monats einen beträchtlichen Kursauftrieb.

Die D-Mark hat sich gegenüber fast allen in Frankfurt amtlich notierten Währungen abgeschwächt, da die vorwiegend zinsbedingten Geld- und Kapitalabflüsse aus der Bundesrepublik nach wie vor dazu neigen, über die hohen, tendenziell sogar eher steigenden Leistungsbilanzüberschüsse hinauszugehen. Der gewogene Aussenwert der D-Mark gegenüber den 14 wichtigsten Handelspartnern (1972 = 100) ermässigte sich von 169,1 % Ende Februar auf 168,0 % Ende März.

Der französische Franc verzeichnete bedeutende Kursgewinne und erreichte wieder sein Kursniveau von Mitte 1988. Am Monatsanfang wurde die offizielle Ankündigung einer Lockerung der Devisenkontrolle von den Märkten sehr gut aufgenommen. Im folgenden stärkte die Veröffentlichung günstiger Wirtschaftsindikatoren die Position des französischen Franc noch weiter; er profitierte von beträchtlichen Umlagerungen, namentlich aus der D-Mark.

Der belgische Franc notierte sehr stabil, so dass die kurzfristigen Zinssätze leicht gesenkt und bescheidene Devisenbeträge erworben werden konnten.

Der holländische Gulden verharrte am oberen Rand des EWS-Kursbandes. Er festigte sich geringfügig gegenüber der D-Mark.

Die dänische Krone schwächte sich weiter ab, und kurz vor den Osterfeiertagen erreichte sie vorübergehend den unteren Rand des EWS-Bandes, obschon zu ihrer Stützung in bedeutendem Umfang interveniert wurde. Die Danmarks Nationalbank schränkte am 30. März die Kreditfazilitäten für die Geschäftsbanken ein, was zu einem Anstieg der Geldmarktsätze um rund 0,5 % führte. Danach festigte sich die Krone wieder ein wenig.

Nachdem das irische Pfund zum Monatsanfang unter einen gewissen Abwertungsdruck gekommen war, festigte es sich und blieb während fast des ganzen übrigen Monats in der oberen Hälfte des EWS-Bandes. Gegen Ende März reagierte die Central Bank of Ireland auf kommerzielle Abflüsse, indem sie Devisen abgab und das irische Pfund leicht im EWS-Band abgleiten liess.

Nach der Erhöhung des Diskontsatzes um 1 Prozentpunkt auf 13 % am 6. März stieg die italienische Lira zu einer Position innerhalb des schmalen EWS-Kursbandes auf. Die kurzfristigen Kapitalzuflüsse hielten während des Berichtsmonats an, und die Banca d'Italia tätigte beträchtliche DM-Käufe, um den Wertzuwachs der Lira etwas abzubremsen.

Das Pfund Sterling kam Anfang März unter Abwertungsdruck, nachdem ein unerwartet schlechtes Handelsbilanzergebnis für Januar veröffentlicht worden war und Befürchtungen aufkamen, dass die Zinsen an anderen europäischen Finanzplätzen ansteigen würden. Es wurde behördlicherseits gestützt und erholte sich wieder, vor allem nach der Budgetrede des Schatzkanzlers. Nach Ostern jedoch kehrte sich die Marktstimmung gegen das Pfund Sterling, und es erlitt trotz behördlicher Stützungsmaßnahmen kräftige Einbussen, als am 29. März die Handelsbilanzzahlen für Februar veröffentlicht wurden. Der Index des gewogenen Aussenwerts des Pfund Sterling sank um 0,3 % auf 95,5 (1985 = 100).

Die griechische Drachme geriet unter Druck, in dem sich möglicherweise die Verflachung des Zinsgefälles widerspiegelte. Die Drachme wertete sich gegenüber dem US-Dollar um 3,9 % und gegenüber der ECU um 0,8 % ab. Ihr gewogener Aussenwert sank um 0,9 %.

Die spanische Peseta festigte sich zum Monatsanfang gegenüber den meisten Währungen etwas, gefördert durch die Anhebung des Tagesgeldinterventionssatzes auf 13,75 % am 3. März und des Satzes für dreimonatige Offenmarktgeschäfte mit Rückkaufsvereinbarung auf 13,25 % am 6. März. Während des restlichen Monatsverlaufs erwies sie sich als bemerkenswert stabil, obschon der Satz für dreimonatige Offenmarktgeschäfte mit Rückkaufsvereinbarung am 14. März nochmals, auf 13,35 %, erhöht wurde. Per saldo schloss die Peseta gegenüber der ECU um 0,3 % höher und gegenüber dem US-Dollar um 2,8 % tiefer.

Der portugiesische Escudo wertete sich, im Einklang mit der Zielvorgabe der Währungsbehörden, im gewogenen Durchschnitt um 0,25 % ab; gegenüber dem US-Dollar büsste er 3,1 % ein. Mit Wirkung vom 20. März setzte die Banco de Portugal ihren Diskontsatz um 1 Prozentpunkt auf 14,5 % herauf und erhöhte die Mindestreserven; mit diesen Massnahmen wird beabsichtigt, den

Preisaufrtrieb zu bekämpfen und das übermässige Wachstum der Inlandsnachfrage zu bremsen.

Der Schweizer Franken litt unter verstärktem Abwertungsdruck. Gemessen am US-Dollar erreichte die Werteinbusse 6 %; gegenüber den meisten übrigen Währungen büsste der Schweizer Franken gegen 3 % ein. Der exportgewichtete Index lag am Monatsende 3,2 % unter dem Stand des Vormonats. Die Zinssätze am inländischen Geldmarkt blieben auf relativ hohem Niveau stabil.

Der österreichische Schilling schwächte sich gegenüber dem US-Dollar um 3,5 % ab. Gegenüber der D-Mark schwankte der Schilling nur um 0,03 %. Mit Wirkung vom 2. März 1989 wurde der Satz für kurzfristige Offenmarktgeschäfte von 5 1/4 % auf 5 3/4 % erhöht.

Die norwegische Krone pendelte in einer recht engen Bandbreite um den Mittelwert des Währungsindex und schloss den Monat mit unverändertem gewogenen Aussenwert.

Die schwedische Krone verharrte infolge höherer inländischer Zinssätze stabil am oberen Rand des Index-Richtkurses. Die Riksbank absorbierte, hauptsächlich zum Monatsanfang, geringfügige Zuflüsse, ferner nochmals am letzten Tag des Monats, als Aufwertungsgerüchte grosse Devisenzuflüsse auslösten.

Die Finnmark wertete sich im gewogenen Mittel um 3,3 % auf, nachdem am 17. März die Fluktuationslimiten des Währungsindex um 4 % gesenkt worden waren. Dies ermöglichte es, die kurzfristigen Zinssätze um über 2 Prozentpunkte anzuheben.

Der japanische Yen büsste gegenüber dem US-Dollar 4,07 % ein; ursächlich dafür waren im wesentlichen höhere Erdölpreise und ein grosses Zinsgefälle zwischen Japan und den Vereinigten Staaten. Gegenüber der ECU schwächte sich der Yen ebenfalls leicht ab.

Der kanadische Dollar festigte sich; er legte gegenüber dem US-Dollar 0,5 % zu und schloss den Monat auf US-\$ 0,8386. Während des ganzen Monats profitierte diese Währung von steigenden inländischen Zinssätzen, Erwartungen einer weiteren Verschärfung der Geldpolitik zur Bekämpfung des zunehmenden Inflationsdrucks und von der Nachricht eines Anstiegs des Handelsbilanzüberschusses im Januar. Weitere Kursgewinne sind jedoch wegen Zurückhaltung vor der auf Ende April erwarteten Bekanntgabe des Bundeshaushalts verhindert worden.

II. INTERVENTIONEN

A. Interventionen in US-Dollar

Die Interventionen in US-Dollar saldierten sich zu Nettoverkäufen in Höhe von US-\$ 4,4 Mrd., gegenüber US-\$ 3,3 Mrd. im Februar. Ein bedeutender Teil der Verkäufe, von denen etwa die Hälfte gegen D-Mark getätigt wurde, erfolgte im Rahmen konzertierter Interventionen. Die Federal Reserve Bank of New York, die Bank of England, die Finlands Bank und die Central Bank of Ireland waren die bedeutendsten Verkäufer, während die Banco de Portugal und die Sveriges Riksbank die grössten Käufer waren.

B. Interventionen in Gemeinschaftswährungen und in privater ECU

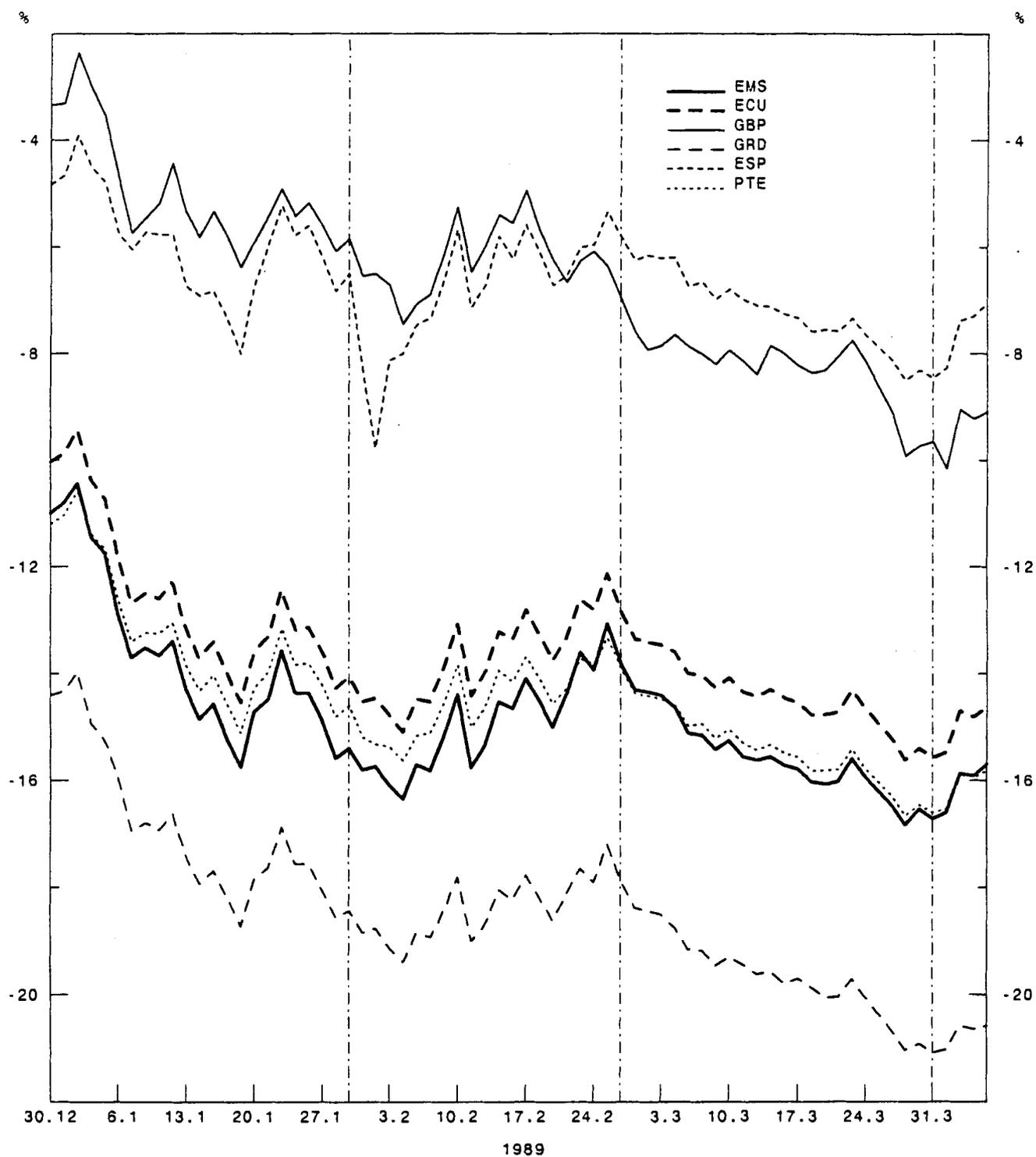
Die Interventionen in EWS-Währungen seitens der EG-Zentralbanken beliefen sich auf umgerechnet US-\$ 2,9 Mrd., gegenüber US-\$ 1,9 Mrd. im Februar 1989. Diese Interventionen bestanden zu einem grossen Teil aus intramarginalen DM-Käufen, wobei die Banca d'Italia und die Banque de France die wichtigsten Käufer waren. Beträchtliche DM-Abgaben erfolgten am Interventionspunkt durch die Danmarks Nationalbank.

Die Sveriges Riksbank tätigte ebenfalls einige DM-Interventionskäufe.

III. ENTWICKLUNG IM LAUFENDEN MONAT BIS ZUM 7. APRIL

Der US-Dollar schwächte sich Anfang April nach dem Treffen der Siebenergruppe und darauffolgenden Interventionen der Bank of Japan ab. Die Veröffentlichung der Beschäftigungszahlen für März am 7. April wirkte sich kaum auf den Dollar aus.

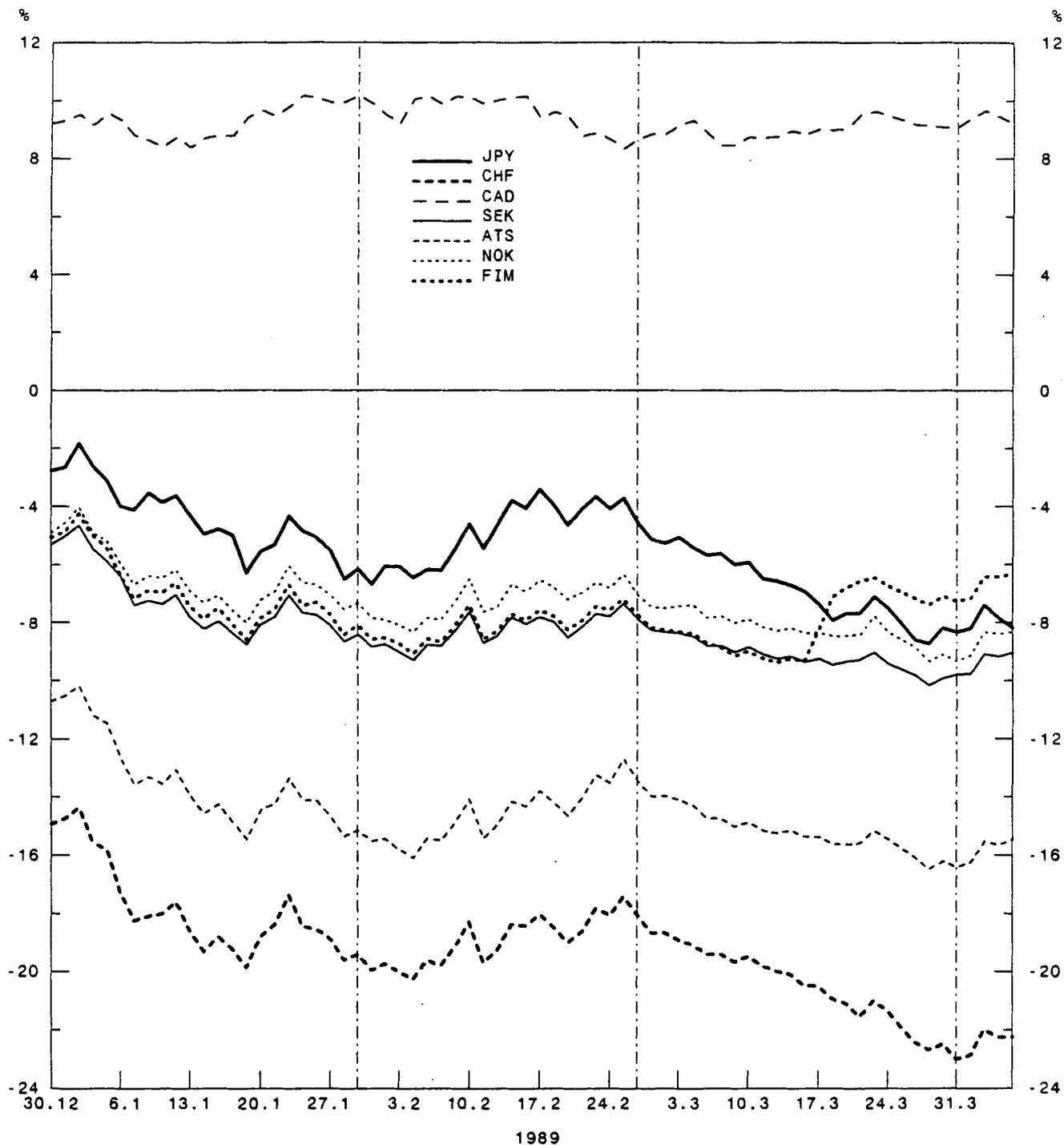
EVOLUTION OF THE ECU, THE MIDDLE RATE OF THE CURRENCIES PARTICIPATING IN THE EXCHANGE RATE MECHANISM OF THE EMS, AND THE CURRENCIES OF THE EEC CENTRAL BANKS WHICH DO NOT PARTICIPATE IN THAT MECHANISM, ON THE BASIS OF THE EXCHANGE RATES PREVAILING ON 31ST DECEMBER 1987 AGAINST THE USD*



* See next page.

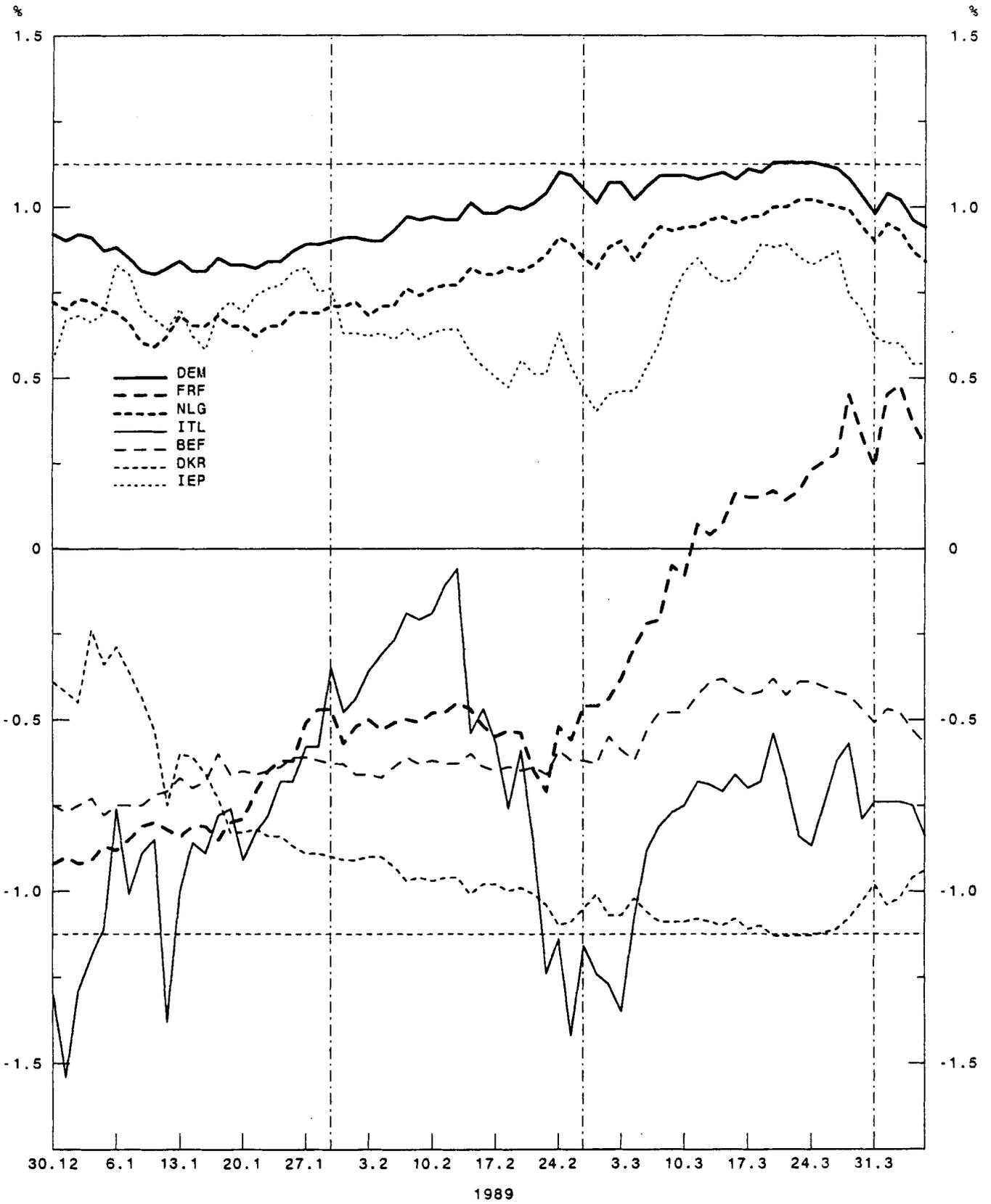
7.4.1989

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*



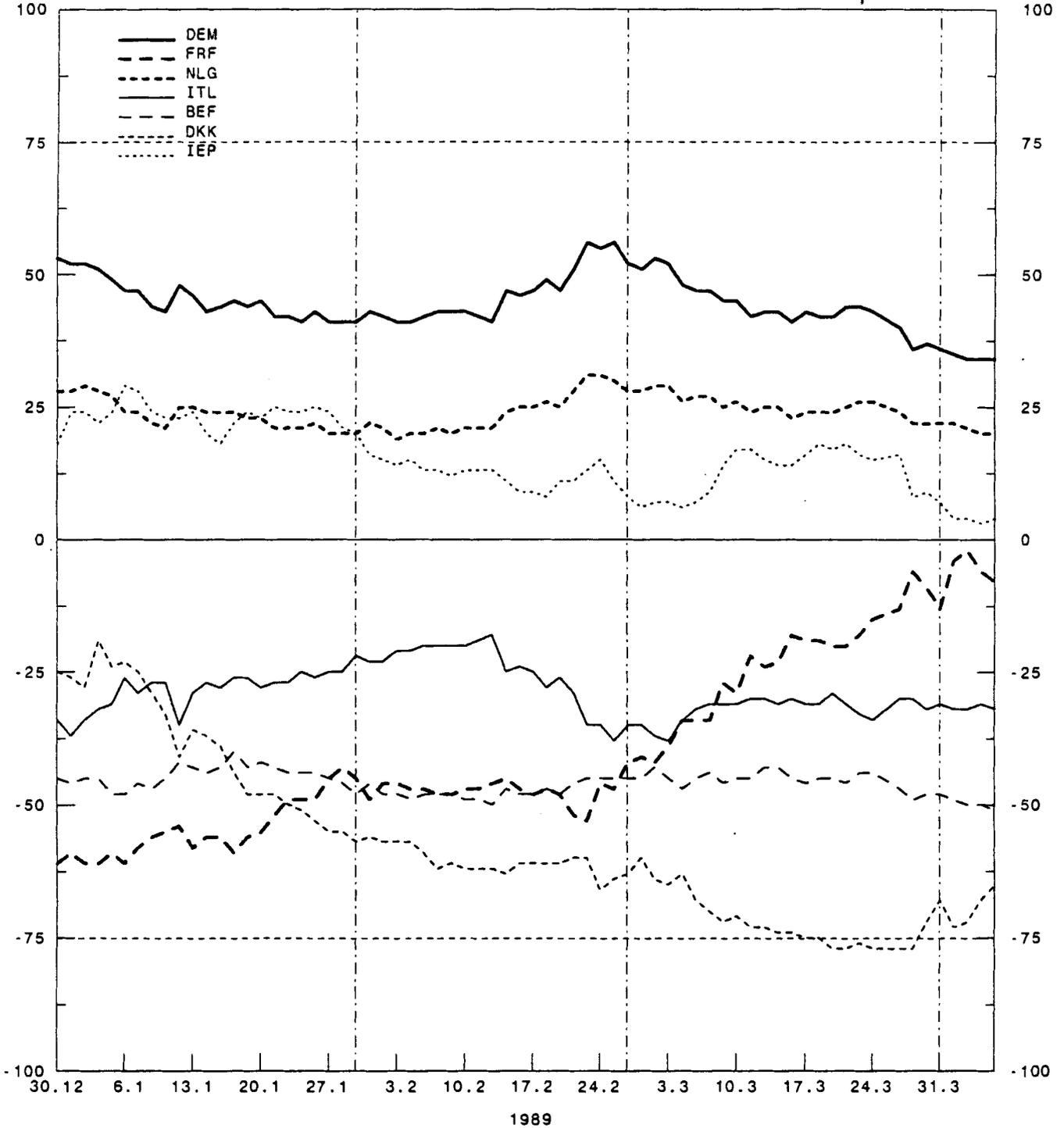
* ECU 0,767254; GBP 0,5346; GRD 126,2002; ESP 107,8498; PTE 130,0242; FIM 3,945; CAD 1,302; CHF 1,2775; JPY 121,4501; SEK 5,795; NOK 6,233; ATS 11,129; middle rate of the currencies participating in the EMS 0,77324. The middle rate of the currencies participating in the EMS represents the daily average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

MOVEMENTS IN THE EMS PARITY GRID



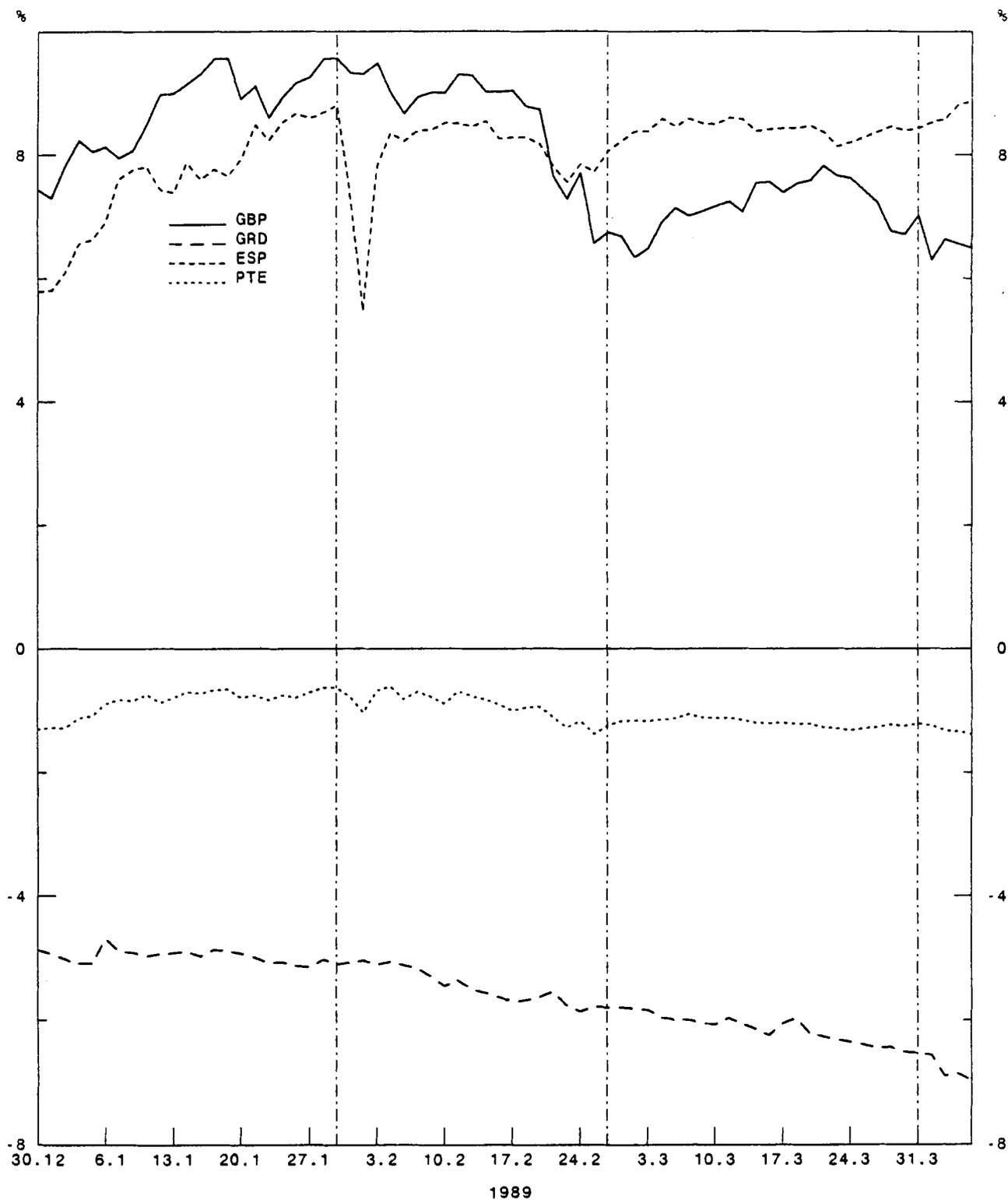
7.4.1989

EVOLUTION OF THE DIVERGENCE INDICATOR*



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

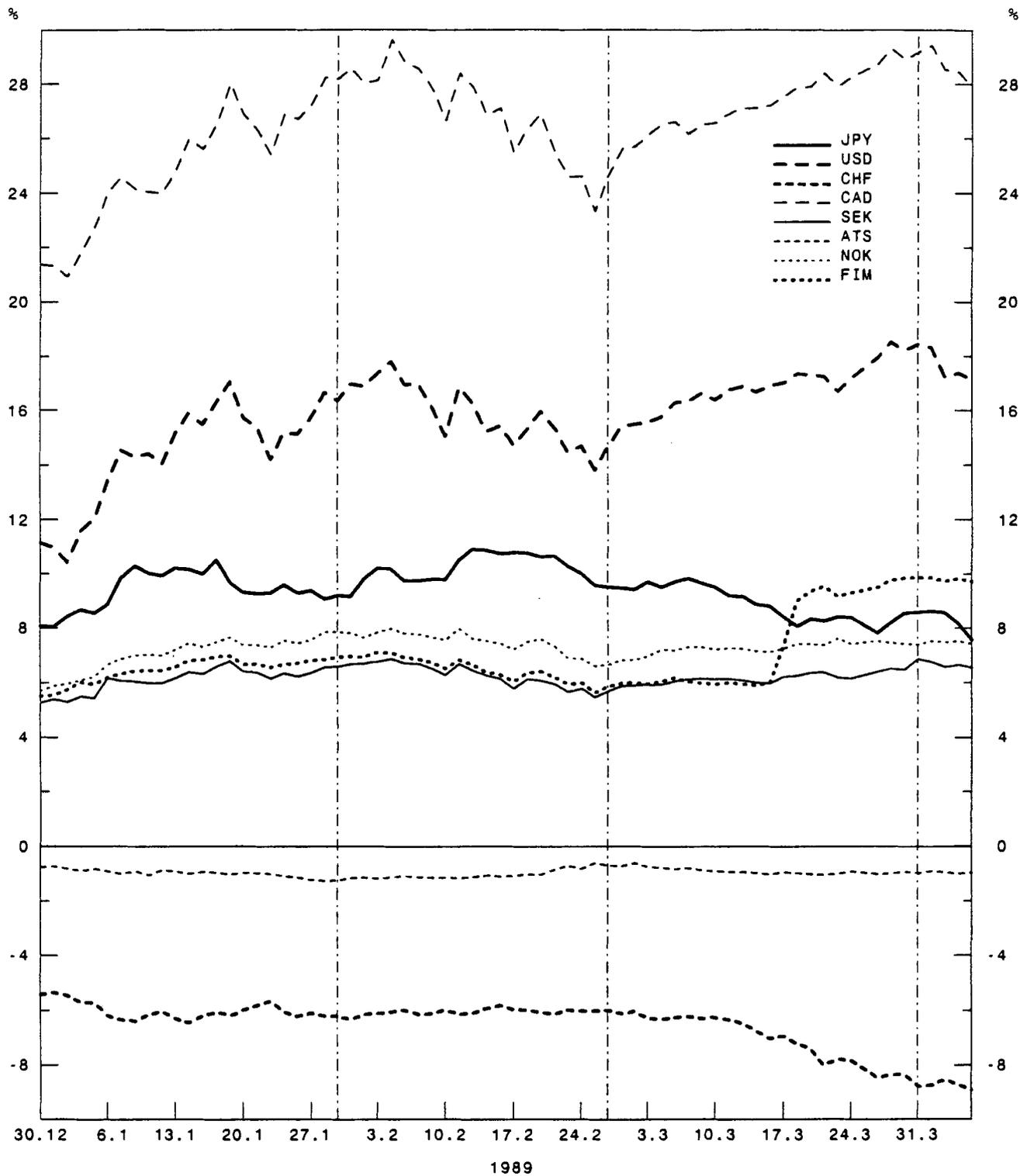
EVOLUTION OF THE POUND STERLING, THE GREEK DRACHMA, THE SPANISH PESETA AND THE PORTUGUESE ESCUDO, ON THE BASIS OF THE MARKET RATES PREVAILING ON 31ST DECEMBER 1987 AGAINST THE ECU*



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

7.4.1989

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



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

7.4.1989