

PROTOKOLL*
DER 235. SITZUNG DES AUSSCHUSSES DER PRÄSIDENTEN
DER ZENTRALBANKEN DER MITGLIEDSTAATEN
DER EUROPÄISCHEN WIRTSCHAFTSGEMEINSCHAFT
BASEL, DIENSTAG, 9. Mai 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 Fischer-Erlach; der Gouverneur der Banco de España, Herr Rubio, begleitet von den Herren Linde und Durán; der Gouverneur der Banque de France, Herr de Larosière, begleitet von den Herren Waitzenegger und Cappanera; der Gouverneur der Central Bank of Ireland, Herr Doyle, begleitet von den Herren O'Grady Walshe und Reynolds; der Gouverneur der Banca d'Italia, Herr Ciampi, begleitet von den Herren Dini und Santini; der Präsident der Nederlandsche Bank, Herr Duisenberg, begleitet von den Herren Szász und Benard; 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 Costa, Carré und Dixon; der Generaldirektor des Luxemburgischen Währungsinstituts, Herr Jaans; der

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

Sekretär des Währungsausschusses, Herr Kees. Zugegen ist ferner Herr Dalgaard, Vorsitzender der Expertengruppe. Ebenfalls anwesend sind der Generalsekretär des Ausschusses, Herr Morelli, und sein Beigeordneter, Herr Bascoul, sowie die Herren Scheller und Giles und die Herren Bockelmann und Dagassan.

Ferner nehmen Herr Lamfalussy, Generaldirektor der BIZ, und Herr Gros, Chef der Bankabteilung der BIZ, an der Diskussion von Punkt IV der Tagesordnung teil.

Der Vorsitzende eröffnet die Sitzung und teilt dem Ausschuss mit, dass von der nächsten Sitzung an die Kommission der Europäischen Gemeinschaften entweder durch den Präsidenten Delors oder durch Herrn Christophersen, den für Wirtschaft und Finanzen zuständigen Vizepräsidenten, vertreten sein wird.

I. Billigung des Protokolls der 234. Sitzung

Der Ausschuss billigt das Protokoll der 234. 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

Die "Überwachungsgruppe" hat ihre Analyse auf drei Fragen konzentriert: die anhaltende Festigkeit des Dollars, die Erhöhung der Zinssätze in Deutschland und ihre Auswirkungen sowie die spanische Peseta.

Es herrscht allgemein der Eindruck, dass die Devisenmärkte nach wie vor ein bemerkenswertes Vertrauen in die derzeitigen Paritäten zeigen

und dass daher die Kapitalbewegungen weitgehend vom Zinsgefälle bestimmt werden.

Der Dollar verharrte im April und Anfang Mai auf einem hohen Kursniveau, gegenüber der D-Mark auf 1.85-1.89; vor kurzem hat er gar 1.90 überschritten. Das hohe Niveau der amerikanischen Zinssätze ist die Hauptursache für diese feste Tendenz des Dollars; dieser hätte vermutlich noch mehr Terrain gewonnen, hätte man nicht Interventionen der Zentralbanken befürchtet. Während der ersten drei Aprilwochen gab der Dollar als Reaktion auf die Tagung der Siebenergruppe leicht nach; diese Reaktion wurde durch die Interventionen der Bank von Japan und durch die Erwartung verstärkt, das Wachstum in den USA werde sich verlangsamen und damit würden auch die Zinssätze zurückgehen. Seither hat sich der Dollar wieder gefestigt, worin sich mindestens teilweise die Überzeugung der Märkte widerspiegelt, dass die Zentralbanken alles in allem nicht viel unternehmen würden, um der Tendenz entgegenzuwirken; offizielle amerikanische Erklärungen, das derzeitige Kursniveau des Dollars sei zufriedenstellend, haben ebenfalls eine Rolle gespielt. In der Tat waren die Zentralbanken nicht sonderlich aktiv, um Druck auf den Dollar auszuüben. Insgesamt saldierten sich ihre Interventionen im April mit Nettokäufen von rund \$ 0,5 Mrd., trotz begrenzter Verkäufe der "Federal" und einiger EG-Zentralbanken. Andere Zentralbanken, namentlich die Sveriges Riksbank, die Norges Bank, die Banco de España und die Banco de Portugal kauften bedeutende Dollarbeträge. In der ersten Maiwoche beliefen sich die Dollarnettoverkäufe auf rund 1,4 Mrd.

Einige konzertierte Interventionen fanden Ende April und Anfang Mai nach einem Standardverfahren statt, d.h. die europäischen Zentralbanken blieben während des Vormittags untätig, dann, wenn die "Federal" auf den Markt trat, schlug diese, falls der Dollar stieg, eine konzertierte Aktion vor und verkaufte selbst, aber nur mässige Beträge, und die gesamten europäischen Zentralbanken, oft 15 oder 16, intervenierten ebenfalls in recht bescheidenem Ausmass. Beispielsweise setzte die Deutsche Bundesbank nur etwa die Hälfte der Beträge der "Federal" ein und die anderen Zentralbanken im allgemeinen bloss symbolische Beträge. Sobald überdies diese Interventionen zu einem Stillstand des Dollaranstiegs führten, brach die "Federal" ihre Aktion ab. Die "Überwachungsgruppe" ist der Ansicht, dass diese Interventionstechnik die schlechtestmögliche ist, wenn man wirklich die Wechselkurse beeinflussen will. Eine solche Technik ist nämlich nicht nur wenig wirkungsvoll, sondern sie unterhöhlt mit der Zeit auch die Glaubwürdigkeit

des Vorgehens der Zentralbanken. Es wäre besser, weniger oft, dafür aber im richtigen Moment zu intervenieren, dann nämlich, wenn der Dollar schon nachgibt, und in den letzten Wochen gab es mehrere Gelegenheiten dieser Art. Die "Federal" verfolgt offensichtlich nicht einen solchen Ansatz; sie scheint nun bereit, die Initiative zu ergreifen und bedeutendere Beträge als früher und höhere als die europäischen Zentralbanken einzusetzen, aber sie behält eine defensive Haltung bei und stellt ihre Interventionen ein, sobald der Dollar nicht mehr steigt. Ihr Ziel ist, den Dollar nicht zu schwächen, aus Furcht, die Abwärtsbewegung könnte zu weit gehen, und die Ruhe auf den Märkten aufrecht zu erhalten, so dass die amerikanischen Defizite weiterhin reibungslos finanziert werden.

Im EWS war das wichtigste Ereignis die relative Schwäche der D-Mark, die durch sehr bedeutende Kaufsinterventionen - im Gegenwert von \$ 3,7 Mrd. im April und \$ 2,5 Mrd. in der ersten Maiwoche - illustriert wurde. Seit Anfang 1989 übersteigt der Betrag \$ 20 Mrd., d.h. er ist fast ebenso hoch wie für das ganze Jahr 1988 (\$ 27 Mrd.). Die D-Mark bleibt die stärkste Währung des Wechselkursmechanismus, mit den niedrigsten Zinssätzen in der Gemeinschaft, aber gemessen an der Position, die sich aus den sehr günstigen Eckdaten ergeben sollte, ist die deutsche Währung schwach. Diese Situation erklärt sich namentlich damit, dass das Vertrauen in die derzeitigen Wechselkursrelationen im EWS so gross ist, dass die Zinsdifferenzen noch genügen, um Anlagen in den anderen Währungen attraktiv zu machen. Überdies spielten auch Sonderfaktoren eine Rolle, beispielsweise in Spanien sowie in Deutschland, wo die politische Entwicklung die Regierung zu schwächen scheint, selbst wenn allgemeine Wahlen erst in anderthalb Jahren stattfinden sollten.

Die deutschen Leitzinssätze sind am 24. April um einen 1/2 Punkt angehoben worden, um die Geldmengenexpansion zu bremsen, den Preisanstieg zu beruhigen und auch um die D-Mark zu stützen. Die Marktsätze stiegen nur um 1/4 Punkt an, und nur am kurzen Ende. Die langfristigen Sätze gingen sogar etwas zurück, vielleicht wegen der Entscheidung, die Quellensteuer mit Wirkung vom 1. Juli 1989 abzuschaffen. Diese Massnahme und die Erhöhung der Zinssätze haben sich jedoch bis jetzt noch nicht auf den Kurs der D-Mark ausgewirkt.

Die meisten EG-Länder schlossen sich dem Anstieg der deutschen Zinssätze an. In einigen Ländern war es nötig, die Leitzinsen anzuheben, in anderen - z.B. in Frankreich - stiegen die Marktsätze genügend an, ohne

dass die Leitzinssätze geändert werden mussten. Alles in allem hat sich das Zinsgefälle zwischen den EG-Ländern wenig verändert, und es ist daher nicht überraschend, dass sich bei den Wechselkursen kaum Wirkungen zeigten.

Der Einfluss der Abschaffung der Quellensteuer in Deutschland könnte später zutage treten; die Gebietsansässigen könnten die formelle Abschaffung am 1. Juli 1989 abwarten oder auch warten, bis sie sicher sind, dass die Steuer nicht in gemeinschaftlichem Rahmen wieder eingeführt wird. Selbst wenn die Kapitalrückflüsse wahrscheinlich langsam erfolgen werden, so sollten sich doch die neuen Abflüsse vermindern, und dies sollte genügen, um die D-Mark zu stärken, namentlich auch mit Blick auf den beträchtlichen Leistungsbilanzüberschuss.

Die Experten der EG-Zentralbanken äusserten keine Kritik zu den Auswirkungen der Erhöhung der deutschen Zinssätze, aber sie fanden, es wäre nützlich gewesen, wenn man im voraus über diesen Entschluss informiert worden wäre, denn dieser sei für die Partner wichtig und sei für alle eine Überraschung gewesen.

Bei den anderen Währungen des Wechselkursmechanismus gab es keine besonderen Probleme. Der französische Franc entwickelte sich gut, gewiss gefördert durch günstige Eckdaten. Die italienische Lira notierte ebenfalls fest, im wesentlichen dank eines starken Zinsgefälles, denn die Zahlungsbilanz und die Inflation entwickeln sich nicht gerade positiv. Die Stabilität der Lira zeigt, dass der Markt nicht nur keine Leitkursanpassung erwartet, sondern nicht einmal mit nennenswerten Schwankungen innerhalb der Bandbreite rechnet; die Lira könnte sich derzeit einen Kursrückgang von 5 % erlauben und bliebe immer noch im Kursband. Der Markt der dänischen Krone hat sich nach den Spannungen von Ende März beruhigt. In Irland sind die Zinssätze stärker als in anderen Ländern gestiegen - die kurzfristigen Sätze um 1 Punkt, die langfristigen um 1/2 Punkt; ursächlich dafür waren bedeutende Kapitalabflüsse, fast \$ 1 Mrd. seit Februar 1989. Die Central Bank of Ireland zögerte angesichts der Schwäche des Wachstums und der Teuerung sowie des Aussenhandelsüberschusses lange, die Zinssätze anzuheben. In den Niederlanden schwächten die jüngsten politischen Spannungen, derentwegen es im September vorzeitige Wahlen geben wird, den Gulden vorübergehend leicht ab. Eine geringfügige Erhöhung der Zinssätze genügte jedoch, um die alte Kursrelation D-Mark/Gulden wieder herzustellen.

Die grundlegende Situation in Spanien ist unverändert; das Wachstum ist immer noch kräftig, es wird keine Verschärfung der Haushaltspolitik

erwartet, was bedeutet, dass die Geldpolitik sehr restriktiv sein muss. Die hohen Zinssätze haben beträchtliche Kapitalzuflüsse angezogen. Um diese Zuflüsse in Schranken zu halten, hat die Banco de España eine Aufwertung der Peseta zugelassen, z.B. um 10 % gegenüber der D-Mark seit Anfang 1988, und die Pflichtreserven erhöht. Mit diesem Vorgehen gelang es, die Verschuldung der Gebietsansässigen im Ausland zu begrenzen, aber die ausländischen Anleger haben in grossem Umfang spanische Schatzwechsel übernommen. Trotz des rasch zunehmenden Leistungsbilanzdefizits ist der Markt nicht unruhig, da man der Meinung ist, dass das Defizit leicht durch neue Kapitalzuflüsse finanziert werden kann, da die Peseta-Anlagen in der Tat sehr attraktiv bleiben.

Beim Pfund Sterling traten in jüngster Zeit einige Spannungen auf. Man dachte zunächst, dass noch höhere Zinssätze nötig würden, aber dies konnte noch Anfang Mai vermieden werden, insbesondere dank der Veröffentlichung von Handelsbilanzzahlen, die besser als erwartet ausfielen. Alles in allem ist die Relation Pfund Sterling/D-Mark relativ stabil geblieben, und die Marktzinssätze veränderten sich kaum.

In Griechenland und Portugal wurde die Politik einer schrittweisen, mässigen Abwertung der Landeswährung fortgesetzt, wobei es jedoch einen Unterschied gibt: in Griechenland sind damit bedeutende Kapitalabflüsse verbunden, während Portugal beträchtliche Zuflüsse verzeichnet.

Schliesslich ist noch zu melden - wie dies auch im Monatsbericht des Agenten des EFWZ nachzulesen ist - dass die erste Transaktion mit einem Sonstigen Halter von ECU im April stattfand: die Nederlandsche Bank verkaufte ECU 50 Mio. an die Schweizerische Nationalbank.

B. Referat von Herrn Papademos

Die Stellvertreter widmeten ihre besondere Aufmerksamkeit der Wirksamkeit der jüngsten Interventionen auf dem Devisenmarkt, den längerfristigen Entwicklungsperspektiven der Wechselkurse und der Zinspolitik in der Gemeinschaft.

1. Die jüngst namentlich von der "Fed" vorgenommenen Interventionen wurden als wenig wirksam beurteilt; sie hätten mehr bewirkt, wenn mit grösseren Beträgen interveniert worden wäre, wenn sie besser abgesprochen gewesen wären und wenn sie die Wechselkursbewegungen eher verstärkt hätten, als gegen sie gerichtet zu sein. Es wurde hervorgehoben, dass die "Fed" zögerte, eine solche Strategie anzuwenden, weil sie befürchtete, einen

Kurssturz des Dollars auszulösen. Die Fortsetzung der jüngsten Interventionspraxis könnte die Zentralbanken ihre Glaubwürdigkeit auf diesem Gebiet kosten.

2. Im Verlauf der letzten Monate wurden paradoxe Kursrelationen beobachtet. Die Währungen der Länder mit einer relativ hohen Inflation und Leistungsbilanzdefiziten festigten sich, während die Währungen der Länder mit schwacher Inflation und Leistungsbilanzüberschüssen eher an Wert einbüssten. Zwei Erklärungen können dafür angeführt werden: erstens legen die Märkte grösseres Gewicht auf das Zinsgefälle als auf die Eckdaten, teilweise wegen des Eindrucks, dass die Zentralbanken sich die Stabilität der nominalen Wechselkurse zum Ziel gesetzt haben, was das Wechselkursrisiko eher vermindert. Zweitens verfolgen die Länder mit hoher Wachstumsrate und Inflationsdruck eine restriktive Geldpolitik, die nicht die nötige Unterstützung von der Haushaltspolitik erhält, was die Zinsen hoch hält und Kapitalzuflüsse bewirkt.

Ein Stellvertreter hob hervor, dass infolge der zunehmenden Integration der Finanzmärkte der Anpassungsprozess in einem erweiterten Kontext zu betrachten sei. Die beobachteten Entwicklungen seien Zeichen unterschiedlicher Konjunkturphasen unter den Ländern. Die Länder, die restriktivere Geldpolitiken durchführten, um gegen die inflationären Spannungen anzukämpfen, hätten zu der Konvergenz der Teuerungsraten beigetragen, jedoch um den Preis grösserer Divergenzen bei den Leistungsbilanzen. Wenn die Ungleichgewichte dieser Leistungsbilanzen hauptsächlich unterschiedliche Konjunkturphasen widerspiegeln, müssten sie vorläufig hingenommen werden. Die Interventions- und die Zinspolitik seien nicht wirksam genug, um mit Situationen fertig zu werden, die das Resultat unterschiedlicher Wirtschaftsergebnisse seien. Es ist angeregt worden, die Faktoren, die für diese Unterschiede in der konjunkturellen Lage ursächlich sind, zu überprüfen.

Andere Stellvertreter betonten den strukturellen Charakter der jüngsten Entwicklungen der Finanzmärkte. Das neue finanzielle Umfeld, das durch das Auftreten neuer Finanzinstrumente und bedeutenden Kapitalverkehr geprägt ist, wirkt sich auf die Durchführung der Geldpolitik aus. Einige sind der Ansicht, dass die Liberalisierung des Kapitalverkehrs den Anpassungsprozess verzögern statt erleichtern könnte.

3. Der deutsche Stellvertreter unterstrich, dass die jüngsten Erhöhungen der amtlichen Zinssätze teilweise deshalb keine dauerhafte Wirkung auf den Kurs der D-Mark gegenüber den wichtigsten Währungen hatten,

weil die Marktsätze in anderen Ländern ebenso viel oder noch mehr stiegen, so dass das Zinsgefälle gleich blieb oder sich gar erweiterte. Zum gleichen Thema wies ein anderer Stellvertreter darauf hin, dass, wenn die deutsche Geldpolitik den Anker für die Preisstabilität im EWS bilden und wenn der Wechselkurs kein Instrument mehr für die Inflationsbekämpfung sein sollte, die Deutsche Bundesbank gezwungen sei, die verbleibenden Instrumente zu verwenden, nämlich die Zinssätze, um die Preisstabilität zu erhalten. Da ferner in den USA der "policy mix" ungenügend und die Auslastung der Produktionskapazitäten hoch ist, würde eine Abwertung des Dollars wahrscheinlich den Anpassungsprozess nicht fördern, sondern könnte im Gegenteil den Inflationsdruck verstärken.

Schliesslich kamen die Stellvertreter auf den kürzlichen starken Anstieg der Zinssätze in Irland zu sprechen. Die begrenzte Liberalisierung des langfristigen Kapitalverkehrs, die Anfang Jahr eingeführt wurde, hat Kapitalabflüsse ausgelöst, die im wesentlichen mit der Portfoliodiversifizierung der institutionellen Anleger zusammenhängen. Dies führte zu einer beträchtlichen Verminderung der staatlichen Devisenreserven, so dass die Notwendigkeit einer Zinserhöhung noch grösser wurde.

C. Diskussion des Ausschusses

Der Vorsitzende vermerkt, der Kursanstieg des Dollars sei trotz einer gewissen Verlangsamung der wirtschaftlichen Aktivität in den Vereinigten Staaten eine Überraschung und werfe die grundsätzliche Frage auf, ob es sich um ein "overshooting" des Marktes und damit um eine vorübergehende Entwicklung handle oder um eine neue stetige Haussetendenz, die die volle Aufmerksamkeit der Notenbankpräsidenten erfordere. Überdies könnten sie sich mit den jüngsten Entwicklungen in Deutschland befassen, d.h. den Zinserhöhungen, der Abschaffung der Quellensteuer auf Sparzinsen und dem kräftigen Zuwachs des Leistungsbilanzüberschusses (+ 44 % im ersten Quartal 1989).

Herr Pöhl kommentiert mehrere Punkte, die in den vollständigen und ausgewogenen Referaten der Herren Dalgaard und Papademos angesprochen wurden.

Für die Anhebung der deutschen Zinssätze können drei Hauptgründe zur Erklärung angeführt werden; sie seien schon seit mehreren Wochen im Gespräch, namentlich auch im Ausschuss selbst, so dass vielleicht der Zeitpunkt der Massnahme überrascht habe, nicht aber diese an sich. Der erste

Grund liege im deutschen Wirtschaftswachstum, das kräftiger als vorhergesehen sei und erhöhte Gefahr einer Überhitzung in sich berge. In einigen Sektoren komme es schon zu Engpässen, und das jetzige Umfeld sei jenes der Spätphase eines sechs- bis siebenjährigen Zyklus stetigen Wachstums. Es gelte, ähnliche Probleme wie in anderen Ländern, z.B. Grossbritannien, zu vermeiden. Andererseits, selbst wenn die nächsten Lohnverhandlungen erst 1990 stattfänden, nähmen die Anzeichen zu, dass die Stärke der Wirtschaft und anderer Faktoren zu bedeutenden Forderungen führen werden, dies um so mehr, als die Lage bei den Preisen nicht so gut wie gewohnt sei. Die Verbraucherpreise nähmen in einem Jahresrhythmus von 3 % zu, was für Deutschland viel sei, aber man müsse die Auswirkungen der Erhöhung der Verbrauchssteuern berücksichtigen. Anlass zu grösserer Sorge gebe der Anstieg der Importpreise mit einer Jahresrate von fast 12 %, der sich insbesondere aus der Erhöhung der Erdölpreise und der Verschlechterung der Austauschrelationen ergebe.

Der Wechselkurs der D-Mark sei der zweite Grund für die Erhöhung der Zinssätze; in der Tat sei er für die Preisstabilität nicht günstig und stehe nicht im Einklang mit dem Leistungsbilanzüberschuss. Dieser Überschuss nehme ständig zu und könnte, auf das ganze Jahr gerechnet, \$ 50 Mrd. übersteigen; er sei teilweise auf den - nominalen und realen - Kursverlust der D-Mark gegenüber dem Dollar, aber auch gegenüber dem Yen und anderen Währungen wie z.B. dem Pfund Sterling und der spanischen Peseta zurückzuführen. Der Handelsbilanzüberschuss sei 1988 gegenüber den Vereinigten Staaten zunächst deutlich zurückgegangen, seit dem vergangenen Herbst steige er aber wieder; mehr allgemein gesehen spiegle er die starke Nachfrage nach Industrie- und Investitionsgütern in einer Anzahl europäischer Länder wider, namentlich in jenen mit einer äusserst lebhaften Inlandsnachfrage und inflationären Spannungen. Der deutsche Überschuss sei auch vom Standpunkt der Partner aus anzusehen, die dank der Freiheit des Marktes den binnenwirtschaftlichen Druck auffangen und ausgleichen können; befänden sich aber alle Länder in einer Situation der Überhitzung, funktioniere dieser Ausgleich nicht mehr.

Trotz einer gewissen Verlangsamung bleibe die Expansion der Geldmenge kräftig und übersteige nun schon im dritten aufeinanderfolgenden Jahr die Zielvorgaben; dies sei der dritte Grund für die Verschärfung der Geldpolitik. Nach den Zinserhöhungen im Januar habe der Markt im März erneute Erhöhungen erwartet, die die Bundesbank jedoch nicht vorgenommen habe. Als

die amtlichen Sätze am 24. April angehoben worden seien, hätten sich die Marktsätze, die in der Zwischenzeit gestiegen seien, nur wenig verändert. Alles in allem hätten sie sich jedoch, was die kurzfristigen Sätze betreffe, innerhalb von acht Monaten fast verdoppelt. Die langfristigen Sätze hätten sich kaum verändert; die Abschaffung der Quellensteuer habe vielleicht zu ihrer Stabilität beigetragen, aber in jüngster Zeit habe sich eine steigende Tendenz herausgebildet, vermutlich im Zusammenhang mit dem Kursanstieg des Dollars.

Die überraschende Festigkeit der amerikanischen Währung hänge mit der Schwäche des Yen und der D-Mark zusammen, die teilweise auf politische Gründe, aber auch auf andere Faktoren zurückzuführen sei, z.B. die Gewöhnung der Märkte an die grossen bestehenden Ungleichgewichte und an die Vorstellung, dass die Welt damit leben könne, was eine gefährliche Haltung sei. Ein weiterer Faktor, der eine nähere Prüfung verdiente, sei in der seit langem von der "Fed" betriebenen restriktiven Politik zu suchen; diese äussere sich namentlich in einer unter den Zielvorgaben bleibenden Ausweitung der Geldmengenaggregate, während in Japan und einer Reihe von europäischen Ländern das Gegenteil der Fall sei.

Die Interventionspolitik der Zentralbanken sei als die schlechtestmögliche kritisiert worden. Dies sei zum Teil richtig; beispielsweise wollten die "Fed" und das amerikanische Finanzministerium in der Tat ängstlich vermeiden, einen unkontrollierten Kursverfall des Dollars auszulösen. Über diesen Aspekt hinaus müsse man jedoch hervorheben, dass die Last der Interventionen im wesentlichen von der Deutschen Bundesbank getragen werde. Die Verwendung der D-Mark habe sich nämlich beträchtlich ausgeweitet. Die Guthaben in dieser Währung überstiegen DM 100 Mrd. allein für Europa und die USA, ungerechnet die schlecht bezifferbaren Guthaben, die ausserhalb dieser Länder gehalten werden. Innerhalb des EWS-Wechselkursmechanismus, wo die D-Mark natürlich die Interventions- und Reservewährung sei, erreichen die Guthaben DM 36 Mrd., was nicht übertrieben hoch scheine; in den USA beliefen sie sich auf DM 34 Mrd. Die beträchtlichen Käufe hätten es der D-Mark wohl ermöglicht, trotz relativ niedriger Zinssätze die stärkste Währung im EWS zu bleiben, hätten aber ihre internationale Schwäche nicht verhindern können. Auf jeden Fall müsse man über die möglichen Konsequenzen bei einer Umkehrung der Situation nachdenken, d.h. einer massiven Verwendung dieser Guthaben, die rund 17 % der weltweiten Devisenreserven darstellten. Überdies führe die Verwendung der D-Mark für Interventionen zu

einer Geldschöpfung und damit zu einem Inflationsrisiko, das vom Ausmass der vorgenommenen Neutralisierung abhängt. Es gebe daher Grenzen für die Interventionen, und wenn unter diesen Umständen der Dollar weiter steige und der Yen und die D-Mark weiter fielen, werde man die Zinsdifferenzen vergrössern müssen; dies bedeute, wenn die Zinssätze nicht in den USA zurückgingen, ob auf Initiative der Behörden oder des Marktes, dann müssten sie in Europa erneut angehoben werden.

Die Entscheidung der Bundesbank, ihre Zinssätze anzuheben, habe bei den Partnern einige Enttäuschung ausgelöst, weil sie zuvor nicht konsultiert worden seien. Der deutschen Zentralbank liege in der Tat sehr an der Zusammenarbeit und an der geldpolitischen Koordination, insbesondere im Rahmen des Wechselkursmechanismus, und sie habe dies in der Vergangenheit auch bewiesen; wie die Partnerzentralbanken unterliege sie jedoch Zwängen, und das Beispiel vom 24. April zeige, dass im derzeitigen rechtlichen und institutionellen Rahmen die vorherige Koordinierung der Wirtschafts- und Geldpolitiken ihre Grenzen habe. Dieses Beispiel könnte vielleicht zu einer beschleunigten Schaffung einer gemeinschaftlichen Entscheidungsstruktur beitragen, wie sie im Bericht des "Delors-Ausschusses" vorgezeichnet sei.

Herr de Larosière findet, die derzeitige Situation sei, nach der Entscheidung der Bundesbank, ihre Leitzätze anzuheben, in mehrerer Hinsicht paradox. Diese Massnahme sei vorwiegend aus binnenwirtschaftlichen Gründen ergriffen worden, um auf die Anzeichen von Spannungen zu reagieren, aber sei sie auch wirksam gewesen? Gewiss nicht, was den Wechselkurs der D-Mark betreffe, die in den letzten beiden Wochen gegenüber dem Dollar an Wert eingebüsst habe. Die Festigkeit des Dollars habe jedoch andere Gründe, die erwähnt worden seien, aber es sei eine Tatsache, dass in Europa die Zinssätze nach der deutschen Entscheidung gestiegen seien, selbst in den Ländern, in denen die Leitzinsen nicht erhöht worden seien. So hätten sich die relativen Positionen nicht wirklich verändert. Die deutsche Massnahme könne gewisse Auswirkungen auf die Inlandsnachfrage haben, aber sei das wirklich beabsichtigt? Wie Herr Pöhl gesagt habe, sei eines der Hauptelemente des Booms der deutschen Wirtschaft die Stärke der Ausfuhren, mit anderen Worten die Inlandsnachfrage bei den Partnern, insbesondere den europäischen. Für sie ändere die blosse Nachvollziehung der Erhöhung der deutschen Zinssätze die gegenseitigen makroökonomischen Verhältnisse nicht grundlegend, und die volumenmässige Ausbalancierung der Eckdaten, die es ermöglichen würde, die deutschen Exporte etwas zu vermindern, trete nicht ein.

Es scheine somit klar, dass das wahre Problem, mit dem man sich befassen müsse, jenes einer besseren, konzertierten Lenkung der europäischen und internationalen Gesamtwirtschaft sei. Eine solche Lenkung stehe jedoch in der Weltwirtschaft kaum am Anfang, da es immer schwer sei, die amerikanische Politik zu integrieren; diese liege ja ausserhalb des Einflussbereichs der europäischen Wirtschaftspolitik und werfe zur Zeit zahlreiche Fragen auf, insbesondere im Haushaltbereich. Die in mehreren Ländern beobachteten inflationären Spannungen könnten letztendlich nur dann abflauen, wenn die Verlangsamung der amerikanischen Wirtschaft, für die einige Vorzeichen festzustellen seien, sich verstärke. Die konzertierte Lenkung der Gesamtwirtschaft stehe auch auf Gemeinschaftsebene erst ganz am Anfang; namentlich finde keine echte Diskussion über einen neuen Ausgleich der makroökonomischen Relativitäten statt. In einem solchen Umfeld könne die Bundesbank ihre Sätze mit einem Überraschungsbeschluss ihres Zentralbankrats anheben, dieser Beschluss könne bestimmte Wirkungen haben und andere nicht, er könne jedoch als Zeichen dafür genommen werden, dass die EG-Länder blindlings voringen. Wie Herr Pöhl gesagt habe, sollte dieses Beispiel zum Nachdenken über die Qualität der Entscheidungsfindung und die Qualität der vorherigen Konzertation innerhalb der Gemeinschaft anregen. Diese habe am 24. April gefehlt, und man könne dies bedauern, aber es sei zumindest ebenso wichtig, eine echte Konzertation über die "Eckdaten" aufzubauen, wie zu wissen, ob die Bundesbank an einem bestimmten Donnerstag ihre Sätze anheben werde oder erst zwei Wochen später.

Was die Interventionen auf den Devisenmärkten betreffe, räume er zwar ihre Grenzen ein, schliesse sich aber der von Herrn Dalgaard geäußerten Kritik an. Seit einigen Wochen seien die Interventionen weder stark genug gewesen noch geschickt genug eingesetzt worden. Ohne den Dollar in einen erneuten Kursverfall stossen zu wollen, könnte man doch den Zeitpunkt der Interventionen im Tagesverlauf variieren, um eine optimale Wirkung zu erzielen. Es wäre daher nützlich, in den kommenden Tage die Interventions-techniken oder -verfahren der Zentralbanken zu überprüfen.

Herr Ciampi räumt ein, dass, wie dies schon gesagt worden sei, die Märkte offenbar die bedeutenden Ungleichgewichte in Kauf nehmen, die sowohl in der Welt als auch innerhalb des EWS bestehen, und dass die makroökonomischen Relativitäten für diese Ungleichgewichte von entscheidender Bedeutung seien. Diese Gewohnheit oder Resignation der Märkte angesichts der Ungleichgewichte erfordere von den Behörden, so rasch als möglich alles

zu tun, um sie zu beheben. Eine Korrekturpolitik in jedem Land sei daher wesentlich, und es sei sehr wichtig, dass sie sich im Rahmen einer Koordinierung und Abstimmung der gesamtwirtschaftlichen Politiken entwickelten.

In Italien zeige die Entwicklung der Lira, dass man sich in der bestehenden Situation eingerichtet habe; obwohl es unübersehbare Anzeichen für eine Verschlechterung der Wirtschaftslage in den Bereichen der Inflation und der Leistungsbilanz gebe, hätten die Märkte nicht reagiert. Im Gegenteil, die Lira notiere weiter fest, ihr Kurs sei nominal und real gegenüber den anderen Währungen des EWS sogar gestiegen. Aber obschon diese Entwicklung natürlich günstig für die Bekämpfung der Inflation sei, dürfe man doch nicht vergessen, dass die fundamentalen Ungleichgewichte besorgniserregend und schwer zu korrigieren seien. Obschon die italienische Haushaltspolitik immer noch ungenügend sei, scheine sie doch auf dem richtigen Wege, und die Ende März ergriffenen Massnahmen sollten das Staatsdefizit für 1989 in Grenzen halten. Im übrigen könnte die Inlandsnachfrage durch die Vorauszahlung - von November bis Juni - der Steuern der privaten Haushalte und Unternehmen gebremst werden.

Die zur Zeit in den meisten Ländern beobachteten Probleme zeigten klar, wie wichtig eine Koordinierung der Wirtschafts-, Geld- und Wechselkurspolitik sei. Die jüngste Entwicklung habe deutlich gemacht, dass das Zinsgefälle sich innerhalb Europas nach der deutschen Entscheidung kaum verändert habe und diese daher weitgehend wirkungslos geblieben sei.

Was die Interventionen an den Devisenmärkten betreffe, rege Herr Dalgaard an, sie könnten zweckmässiger und zu günstigeren Zeitpunkten vorgenommen werden. Die Interventionen könnten, selbst wenn sie von begrenztem Nutzen seien, in der Tat wirksamer gestaltet werden, beispielsweise, indem man prozyklisch anstatt defensiv vorgehe, wenn der Dollar steige.

Herr Duisenberg erklärt, die Nederlandsche Bank habe sich der Zinssatzerhöhung der Deutschen Bundesbank unverzüglich angeschlossen. Was das Entscheidungsverfahren betreffe, so habe man in Amsterdam keinen so mächtigen Zentralbankrat wie in Frankfurt. Die deutsche Entscheidung sei zwar überraschend gekommen, sie sei jedoch absolut begreiflich, angesichts der binnen- und aussenwirtschaftlichen Gründe, die sie rechtfertigen. Ähnliche Gründe hätten auch für die niederländische Entscheidung gegolten. Die Teuerungsrate sei niedrig, mit 0,8 % die niedrigste in Europa, aber sie sei durch die Senkung der Mehrwertsteuer beeinflusst worden, die zur Mässigung der Teuerung beigetragen habe. In anderen Bereichen seien beunruhigende

Anzeichen festzustellen. So zeige sich eine gewisse Beschleunigung bei den Lohnerhöhungen; die in letzter Zeit geschlossenen Vereinbarungen blieben gerade noch innerhalb der Grenzen der Produktivitätsgewinne, und eine Anzahl Vereinbarungen werde Ende dieses Jahres auslaufen. Überdies sei ein Trend zur Verkürzung der Geltungsdauer dieser Vereinbarungen zu beobachten, was ein Anzeichen für die gespannte Lage am Arbeitsmarkt sei. In einigen Sektoren nähere man sich den Kapazitätsgrenzen an, und der Auslastungsgrad der Produktionskapazitäten sei, gesamthaft betrachtet, auf einem Rekordstand. Die Erhöhung der Importpreise, vor allem der Rohstoffe, gebe ebenfalls zu Sorge Anlass. Die Hauptsorge gelte jedoch der Geldmengenentwicklung. Nach Grossbritannien hätten die Niederlande 1988 die stärkste Zunahme von M2 verzeichnet, nämlich 14 %, und diese Zunahme dauere seit Anfang dieses Jahres an. Unter diesen Umständen habe die Nederlandsche Bank, die von sich aus ihre Zinssätze nicht angehoben hätte, die durch den deutschen Beschluss geschaffene Gelegenheit für eine Erhöhung ergriffen; sie sei sogar noch weiter gegangen, indem sie nämlich mit den Geschäftsbanken Gespräche aufgenommen habe, um ein "Gentlemen's Agreement" mit dem Ziel abzuschliessen, die Geldschöpfung zu bremsen.

Der Vorsitzende erklärt, die Erhöhung der deutschen Zinssätze habe es auch in Griechenland möglich gemacht, die Behörden dazu zu bringen, dass sie die Zinssätze, namentlich für Schatzwechsel, erhöhten.

Herr Rubio weist darauf hin, dass in Spanien die Probleme der derzeitigen Lage weitgehend auf die Gewichtung zwischen der Geldpolitik und der Haushaltspolitik zurückzuführen seien. Die letztere strebe eine Verminderung des Defizits der öffentlichen Hand an, das - verglichen mit den anderen europäischen Ländern - nicht sehr gross sei, aber doch eine expansive Rolle in dem Moment spiele, wo die Inlandsnachfrage, namentlich nach Investitionsgütern, sehr stark sei. Es sei wenig wahrscheinlich, dass die Regierung die Haushaltspolitik 1989 grundlegend ändern könne, aber einige Massnahmen könnten demnächst ergriffen werden, die das Dilemma der Geldpolitik mildern würden. In der Tat stehe die Peseta sei langem unter starkem Aufwertungsdruck, und gegenüber der D-Mark beispielsweise habe sie sich im Lauf der letzten zwölf Monate real um 11 % aufgewertet. Ein weiterer Wertzuwachs sei nicht erwünscht, da das Leistungsbilanzdefizit beträchtlich zunehme; es dürfte 1989 doppelt so hoch sein wie 1988 und ungefähr \$ 7 Mrd. erreichen, d.h. mehr als 2 % des BIP. Andererseits müsse die Banco de España eine restriktive Geldpolitik betreiben und damit auch die Zinssätze hoch

halten, um dem Druck der Inlandsnachfrage und den inflationären Spannungen zu begegnen.

Herr Hoffmeyer erinnert daran, dass er sich im April dafür ausgesprochen habe, die EG-Länder sollten sich nicht automatisch den zinspolitischen Initiativen der Deutschen Bundesbank anschliessen, es sei denn, die Umstände erforderten es wirklich. Im Januar habe die Danmarks Nationalbank nicht mitgemacht, und sie habe einen Teilerfolg erzielt, aber es sei ihr bewusst gewesen, und sie habe dies auch deutlich festgehalten, dass sie bei einer erneuten Erhöhung der deutschen Zinssätze nicht abseits bleiben könne. Diese Erhöhung habe stattgefunden, was keine echte Überraschung gewesen sei, und es sei wichtig, dass einige Länder gezeigt hätten, dass man sie nicht unbedingt nachvollziehen müsse. Selbst wenn die Marktsätze fast überall gestiegen seien, sei es ein grosser Unterschied, wenn die Leitzinsen nicht angehoben würden, denn sie hätten eine Signalwirkung und beeinflussten die Erwartungen stark.

Herr Hoffmeyer weist darauf hin, dass die D-Mark zur Zeit die stärkste Währung im EWS sei, und dass überdies die deutsche Wirtschaft kräftig wachse. Unter diesen Umständen könne man im europäischen Rahmen nichts tun. Das Problem liege im wesentlichen bei der Relation D-Mark/Dollar. Sollte letzterer jedoch deutliche Einbussen erleiden, käme wahrscheinlich Unruhe auf. Auf jeden Fall könne man offenbar nicht gleichzeitig die Wachstumspolitik und die Geldpolitik Deutschlands kritisieren.

III. Verabschiedung des Ausschussberichts an die EG-Finanzminister über die Entwicklung an den Devisenmärkten der neunzehn an der Konzertation beteiligten Länder im April und in den ersten Maitagen 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. Organisation des ECU-Clearing: Kriterien für die Erweiterung

Der Vorsitzende erinnert daran, dass diese Frage schon im April in Angriff genommen worden war, dass man aber übereingekommen war, sie im Mai nach einer gründlicheren Prüfung durch die Stellvertreter zu behandeln.

Diese haben nun gestern diese Prüfung vorgenommen, und Herr Papademos wird darüber berichten. Vorher könnte Herr Lamfalussy in das Thema einführen.

A. Referat von Herrn Lamfalussy

Der Ausschuss der Stellvertreter und der Ausschuss der Zentralbankpräsidenten haben an ihren Aprilsitzungen die Probleme diskutiert, die sich aus dem Beitritt neuer Banken zum Verrechnungs- und Saldenausgleichssystem für private ECU ergeben. Am Ende dieser Debatten wurde vereinbart, die Frage im Mai wieder aufzugreifen, um zu versuchen, zu einem Konsens über die wünschbare Form und Stärke des Engagements der EG-Zentralbanken in diesem Bereich zu gelangen.

Es ist daran zu erinnern, dass 1986, als die Zentralbankpräsidenten der EG und der Verwaltungsrat der BIZ beschlossen, die BIZ könnte als Agent für das Verrechnungs- und Saldenausgleichssystem für private ECU fungieren, von den Zentralbankpräsidenten und der Bank grundsätzlich festgehalten wurde, dass - insbesondere in der Anfangsphase des Systems - die Zahl der Clearingbanken und ihre Zuwachsrate zwei grundlegende Kriterien erfüllen müssten:

- Das Wachstum sollte so langsam erfolgen, dass die neuen Mitglieder sich in das System einfügen könnten, ohne dass sein effizientes Funktionieren durch technische Probleme beeinträchtigt oder seine finanzielle Integrität gefährdet würde.
- Das Wachstum sollte jedoch rasch genug erfolgen, um den Eindruck eines geschlossenen Systems zu vermeiden, d.h. es sollte nicht die kommerziellen Interessen der von Anfang an beteiligten Mitglieder schützen.

Um diesen beiden Zielen zu entsprechen, ist die BIZ auf zwei Ebenen vorgegangen. Erstens hat sie als Zulassungskriterium eine Mindestbilanzsumme von ECU 30 Mrd. festgelegt, d.h. das Sechsfache des vom ECU-Bankenverband festgelegten Minimums. Zweitens hat sie sich intensiv darum bemüht, das Zulassungsverfahren nicht zum Stillstand kommen zu lassen.

Von Anfang an zeigte es sich deutlich, dass es nicht leicht sein würde, die beiden Ziele in Übereinstimmung zu bringen, und zum jetzigen Zeitpunkt ist es praktisch unmöglich geworden. Etliche Clearingbanken lassen neue Mitglieder immer widerwilliger zu und widersetzen sich einer Herabsetzung des ursprünglichen Kriteriums von ECU 30 Mrd.; als Gründe führen

diese Banken die potentielle Zunahme ihrer eigenen Kreditrisiken an, die eine Erhöhung der Mitgliederzahl mit sich brächte, aber für zumindest einige unter ihnen dürften auch andere Erwägungen gelten. Wie dem auch sei, das Ergebnis dieser Haltung wird wahrscheinlich sein, dass einige durchaus ehrenwerte Banken ausserhalb des Systems bleiben müssen. Aus diesem Grunde ist das Problem den Zentralbanken unterbreitet worden, die ganz gewiss ein Interesse daran haben, dass das System effizient und sicher, aber auch gerecht sei.

Unter den verschiedenen Schwierigkeiten, die sich bei der Suche nach einer ausgewogenen Lösung zeigen, seien zwei hervorgehoben.

Die erste, die ein Verfahrensproblem ist, liegt darin, dass das BIZ-Kriterium von ECU 30 Mrd. Teil der zwischen der BIZ als Agent und dem ECU-Bankenverband geschlossenen Vereinbarung ist; dieses Kriterium kann somit nicht einseitig geändert oder durch ein anderes ersetzt werden. Der ECU-Bankenverband muss jede Änderung genehmigen. Mangels einer solchen Genehmigung, und gerade dies ist die heutige Lage, bleiben der BIZ nur die Optionen, sich entweder mit der jetzigen Regelung abzufinden, mit dem Risiko, den Anschein zu erwecken, sie billige den geschlossenen Charakter des Systems, oder aber die Schocktherapie eines Rückzugs aus dem System anzuwenden, was die Vereinbarung gestattet, was aber weder die BIZ noch gewiss auch die Zentralbanken gerne in Betracht ziehen.

Die zweite Schwierigkeit ist ein Grundsatzproblem und hat drei Aspekte. Auf technischer Ebene ist es zweifellos möglich, die Zahl der Clearingbanken weit über die jetzige Zahl von 33 zu erhöhen. Man kann einräumen, dass eine erhebliche Erweiterung des Kreises der Clearingbanken Gefahren in der Form einer Zunahme der Kredit- und Saldenausgleichsrisiken für die Teilnehmer mit sich bringen könnte; solche Risiken sind aber durch die Funktionsweise des Systems bedingt und bestehen schon mit der jetzigen Teilnehmerzahl. Schliesslich lässt sich der Gedanke nicht verdrängen, dass einige Banken dieses Argument vorbringen, um ihre kommerziellen Interessen zu verteidigen. Diese Schwierigkeiten rechtfertigen eine aufmerksame Prüfung aller zweckmässigen Massnahmen, um eine Steigerung der Kredit- und Saldenausgleichsrisiken, die durch die Funktionsweise des Systems bedingt sind, zu vermeiden, ohne sich jedoch dem Vorwurf auszusetzen, man schütze erworbene Interessen.

Um diese Aufgabe zu erfüllen, oder auch nur um weiter als Agent im jetzigen Rahmen handeln zu können, benötigt die BIZ die Unterstützung

der betroffenen Zentralbanken. Wie dies schon von Anfang an klar war, kann und darf das Clearingsystem nicht auf Liquiditätshilfe der Zentralbanken zählen, und es versteht sich von selbst, dass die BIZ keine solche Unterstützung verlangt. Was sie sich wünscht, ist eine Unterstützung, die es ihren Vertretern ermöglicht, in den kommenden Verhandlungen mit dem ECU-Bankenverband über die Funktionsweise des Systems und insbesondere über die Zulassungsregeln zum Status einer Clearingbank mit vermehrter Autorität aufzutreten. Diese moralische und technische Unterstützung kann in verschiedener Form erfolgen, aber sie ist unerlässlich, wenn man davon ausgeht, dass die BIZ auch weiterhin eine nützliche Rolle im Verrechnungs- und Saldenausgleichssystem für private ECU spielen soll.

B. Referat von Herrn Papademos

Die Stellvertreter hatten eine ausführliche Diskussion über die Fragen im Zusammenhang mit der Erweiterung des Verrechnungs- und Saldenausgleichssystem für private ECU und sind zu folgenden Schlüssen gelangt.

Die Stellvertreter sind übereingekommen, dass die Zentralbankpräsidenten ihr Engagement dafür bekräftigen könnten, dass das Verrechnungs- und Saldenausgleichssystem für private ECU ein offenes System sein und sich gemäss den Kriterien entwickeln sollte, die eine angemessene Beteiligung gewährleisten und die Sicherheit auf operationeller und bankenaufsichtlicher Ebene fördern. Es wurde eingeräumt, dass die BIZ Unterstützung erhalten sollte, damit sie sich aus der jetzigen Sackgasse befreien kann.

Das Engagement der Gouverneure könnte sich wie folgt äussern:

1. Die BIZ erhält eine Zusammenfassung der Diskussion der Gouverneure. Nach Ansicht der Stellvertreter sollte diese Zusammenfassung namentlich folgende Punkte enthalten:
 - a) eine erneute Bestätigung der von den EG-Zentralbanken im März 1983 für die Beteiligung der BIZ als Agent des ECU-Clearingsystems aufgestellten Grundsätze;
 - b) eine Bekräftigung des Wunsches, das System möge sich gemäss genau definierten Zulassungskriterien entwickeln, die eine ausgewogene Erweiterung ermöglichen;
 - c) eine Betonung des Wunsches, dass bis zur Überarbeitung der Zulassungskriterien die Beteiligung am System um eine begrenzte Anzahl von Banken erweitert werde, die jetzt aus Gründen ausgeschlossen

sind, die weder mit Bonitäts- noch mit bankaufsichtlichen Erwägungen zu rechtfertigen sind;

d) die Schaffung einer technischen Arbeitsgruppe, wie im folgenden dargelegt.

2. Es wird eine Arbeitsgruppe geschaffen, die Experten der Zentralbanken, der Kommission der Europäischen Gemeinschaften und der BIZ einschliesst. Diese Gruppe würde der BIZ bei der Überprüfung der Zulassungskriterien zum Clearingsystem beistehen, mit dem Ziel, eine befriedigende Erhöhung der Zahl der Mitglieder zu erreichen. Die Gruppe sollte ferner die systeminhärenten Risiken des Clearingmechanismus untersuchen, insbesondere jene im Zusammenhang mit der Transaktionenverrechnung, wobei auch die relevanten bankaufsichtlichen Erwägungen nicht zu vergessen wären.

3. Schliesslich ist die BIZ aufzufordern, den Ausschuss der Zentralbankpräsidenten regelmässig über die Fortschritte ihrer Verhandlungen mit dem ECU-Bankenverband zu informieren.

C. Diskussion des Ausschusses

Herr de Larosière erklärt, er habe mit viel Interesse den Referaten der Herren Lamfalussy und Papademos zugehört; er schliesse sich uneingeschränkt den vom letzteren vorgelegten vier Punkten an. Die Zentralbankpräsidenten hätten dies ja schon an ihrer Aprilsitzung deutlich gesagt, und das gehe auch klar aus dem Protokoll hervor. Die von Herrn Papademos vorgeschlagene Synthese und Struktur seien absolut richtig, vernünftig und ausgewogen; sie sollten den Beschluss oder die Zusammenfassung der heutigen Diskussion der Zentralbankpräsidenten bilden, so dass Herr Lamfalussy so vorgehen könne, wie er es dargelegt habe.

Herr Pöhl äussert sein völliges Einverständnis mit Herrn de Larosière; die Notenbankpräsidenten müssten die BIZ unterstützen, um das ECU-Clearingsystem zu öffnen, denn sie hätten keinerlei Interesse an einem geschlossenen System. Hingegen sei es vielleicht noch etwas zu früh, um die Schaffung einer neuen Gruppe zu beschliessen: es gebe schon so viele, und das werfe auch das Problem der Experten auf, die man erst finden und zu allen diesen Gruppen und Sitzungen senden müsse. Für den Moment genüge es, sehr energisch zu unterstreichen, was Herr Lamfalussy gesagt habe, und ihn zu ermächtigen, die Banken darüber zu informieren und ihnen sogar zu sagen,

dass eine ernstliche Gefahr bestehe, dass die BIZ sich aus dem Clearingsystem zurückziehe.

Herr Pöhl präzisiert, er sei nicht für einen solchen Ausgang der Sache, aber die Drohung könnte ausgesprochen werden. Auf jeden Fall sollte die von den Zentralbanken kommende Unterstützung die Clearingbanken beeindrucken und sie zu einer Änderung ihrer Haltung bewegen; sollte das nicht der Fall sein, könnten die Notenbankpräsidenten auf die Frage zurückkommen.

Herr Lamfalussy ist der Ansicht, eine solche Unterstützung seitens der Zentralbanken sollte genügen, sofern die BIZ, wenn technische Probleme auftreten, Ad-hoc-Diskussionen einberufen könne. Eine ständige Gruppe sei gewiss nicht nötig, aber es könnten sich Situationen ergeben, in denen es sehr nützlich wäre, die Ansichten der Zentralbanken zu gewissen technischen Fragen in Erfahrung zu bringen.

Herr de Larosière schlägt vor, den vierten Punkt von Herrn Papademos so abzuändern, dass es heisse, eine Ad-hoc-Gruppe könnte zur Prüfung der fraglichen Punkte zusammengestellt werden.

Der Vorsitzende stellt fest, dass im Ausschuss Einigkeit über die Frage des ECU-Clearingsystems herrscht und dass die Meinung der Zentralbankpräsidenten der BIZ in Form eines Briefes des Vorsitzenden mitgeteilt werden solle. Ein Entwurf wird vom Sekretariat erarbeitet und versandt werden; er kann im schriftlichen Verfahren abgeändert und der endgültige Brief danach Herrn Lamfalussy zugestellt werden.

V. Änderungen in der Wechselkursstruktur in längerfristiger Perspektive auf der Grundlage eines kurzen Vortrags von Herrn Bockelmann

Der Vorsitzende erinnert daran, dass gemäss dem üblichen Verfahren zuerst die Stellvertreter diese Frage hätten behandeln sollen; anschliessend hätte ihr Vorsitzender den Präsidenten Bericht erstattet. Den Stellvertretern fehlte aber die Zeit dazu. Der Vorsitzende schlägt jedoch vor, diese Frage jetzt zu diskutieren und nicht auf die Julisitzung zu verschieben, denn die Tagesordnung jener Sitzung werde wahrscheinlich reich befrachtet sein, da zu den üblichen Punkten die Prüfung des Berichts Nr. 35 der "Raymond-Gruppe" und des jährlichen Berichts über die öffentlichen Finanzen hinzukämen; letzterer stehe zwar auf der Tagesordnung der jetzigen Sitzung, aber da ihn die Stellvertreter nicht analysiert haben, schein es besser, seine Besprechung zu verschieben.

A. Referat von Herrn Bockelmann

Dieses Referat ist nach der Sitzung in vollem Wortlaut an die Mitglieder verteilt und diesem Protokoll als Anlage beigeheftet worden.

B. Diskussion des Ausschusses

Herr Ciampi findet, die von Herrn Bockelmann vorgelegte Analyse der gewogenen Wechselkurse sei sehr interessant und es wäre in der Tat wünschenswert, die Untersuchung auszuweiten, um ein vollständigeres Bild zu erhalten und die Zusammenhänge mit den wichtigsten ökonomischen Variablen klarer herauszuarbeiten. Im Hinblick auf eine solche Vertiefung der Untersuchung sollten vielleicht einige Aspekte, im wesentlichen statistischer Art, hervorgehoben werden. Was die Indikatoren oder "Korrektoren" betreffe, so habe Herr Bockelmann den Index der Verbraucherpreise und die Lohnstückkosten verwendet. Beide hätten ihre Grenzen und Mängel, wie auch jedes andere Kriterium, aber man sollte versuchen, das am wenigsten schlechte zu verwenden. Das erste, die Preise, stelle die aussenwirtschaftliche Wettbewerbsfähigkeit eines Landes nur unvollständig dar; das zweite Kriterium lasse die Kosten des Kapitals und der Investitionsgüter ausser acht; überdies sei die Berechnung der Lohnstückkosten je nach Land sehr unterschiedlich. Man könnte sich dem Beispiel der Banca d'Italia anschliessen, die seit langem die Grosshandelspreise der Fertigwaren verwende. Dieses Element sei zwar auch nicht vollkommen, aber es entspreche vielleicht besser dem angestrebten Ziel und ergebe Resultate, die zwischen den beiden Extremen liegen, die man ausgehend von den Verbraucherpreisen oder den Lohnstückkosten erhalte.

Schliesslich sei noch festzuhalten, dass das gewählte Stichjahr - 1979 - für Italien ein besonderes Jahr sei, denn man habe absichtlich eine Abwertung der Lira bewirkt, damit diese sich länger ohne Leitkursanpassung im EWS halten konnte. Seinerzeit sei das Inflationsgefälle gegenüber den Partnern im Wechselkursmechanismus sehr hoch gewesen, und die Banca d'Italia habe gewollt, dass die Lira sich auf einem relativ tiefen Niveau in das Paritätengitter einfüge.

Herr Hoffmeyer bemerkt, es sei interessant, die Entwicklung der gewogenen Wechselkurse über mehrere Jahre hinweg zu überblicken; er erinnert daran, dass die Theorie der Kaufkraft der Paritäten nur in Zeiten hoher Inflation vollständig zum Tragen komme. Eine feinere Analyse müsste mehrere Elemente berücksichtigen, wie die Dienstleistungen oder den

Qualitätsfaktor, aber es sei schwierig, die Wirklichkeit vollständig zu erfassen. Weitere, unabhängige Massstäbe existieren, wie z.B. bei den Gewinnen und Löhnen; sie könnten verwendet werden. Man stelle insbesondere fest, dass in fast allen Ländern der Lohnanteil bis Anfang der siebziger Jahre eine steigende Tendenz aufgewiesen habe, nachher aber zurückgegangen sei.

Herr Doyle schliesst sich den Vorbehalten statistischer Art an, die von den Herren Ciampi und Hoffmeyer vorgebracht wurden. In Irland beispielsweise würden die auf den Verbraucherpreisen beruhenden Zahlen vor allem seit 1983 stark durch das hohe Gewicht der indirekten Steuern beeinflusst. Die auf der Grundlage der Lohnstückkosten berechneten Zahlen würden ebenfalls durch die Struktur der irischen Wirtschaft und Industrie beeinflusst. Die sehr grosse Bedeutung der Landwirtschaft werde nicht berücksichtigt, während in der Industrie ein grosser Teil stark kapitalisiert sei. Daher werde die Wettbewerbsfähigkeit der irischen Industrie nicht aufgrund der Lohnstückkosten beurteilt, sondern mehr aufgrund der Lohnsätze. In allen diesen internationalen Vergleichen sei es wichtiger, ähnliche wirtschaftliche und industrielle Strukturen miteinander zu vergleichen, als ziemlich abstrakte Berechnungen anzustellen, die den Eindruck erweckten, sie beruhten auf objektiven Kriterien, aber in Wirklichkeit keine gemeinsame Basis hätten.

VI. Gedankenaustausch über die neuere Entwicklung im Bereich der öffentlichen Haushalte und wirtschaftspolitische Konsequenzen

Der Vorsitzende erinnert daran, dass, wie schon gesagt, die Stellvertreter keine Zeit hatten, die Note über die Entwicklung der öffentlichen Haushalte zu prüfen, und er deshalb vorgeschlagen habe, die Diskussion auf die Julisitzung zu verschieben, bei der dann auch der neue Bericht der "Raymond-Gruppe" über die Geldpolitik zu prüfen sei. Ferner dürfte Herr Raymond, der dieses Mal aus gesundheitlichen Gründen nicht nach Basel kommen konnte, im Juli wieder da sein und an den Sitzungen teilnehmen.

VII. Weitere Fragen innerhalb der Zuständigkeit des Ausschusses

Es liegen keine weiteren Fragen vor.

VIII. Zeit und Ort der nächsten Sitzung

Die nächste Sitzung findet am Montag, dem 12. Juni 1989, um 9.30 Uhr in Basel statt, d.h. unmittelbar vor der Generalversammlung der BIZ. Traditionsgemäss beschränkt sich die Junisitzung auf einige wenige Punkte, wie die Billigung des Protokolls und des "Konzertationsberichts", zu denen seit 1988 noch die "Überwachung" hinzukommt. Diese wird wie gewohnt von den Stellvertretern vorbereitet werden, aber nur mit Hilfe der Telefonkonferenz, die jeden Monat am Freitagnachmittag vor der Sitzung des Ausschusses stattfindet. So werden weder die "Überwachungsgruppe" noch der Stellvertreterausschuss im Juni eine Sitzung abhalten, es sei denn natürlich, die Situation erfordere eine Sitzung am Sonntag.

Andererseits wird die "Konzertationsgruppe" am Montag, dem 12. Juni 1989, um 8.30 Uhr eine Sitzung abhalten, um den Bericht fertigzustellen, den die Zentralbankpräsidenten verabschieden müssen.

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

APRIL 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 April und während der ersten Maitage 1989.

I. ENTWICKLUNG DER WECHSELKURSE

Die wichtigsten Entwicklungen an den Devisenmärkten im April 1989 waren:

- die Abschwächung des US-Dollars, die gegen Monatsende von einer erneuten Befestigung gefolgt wurde;
- der anhaltende Kursrückgang des Schweizer Frankens.

Nachdem der US-Dollar am ersten Handelstag des Monats noch Monatshöchststände erreicht hatte, gab er nach, da die Marktteilnehmer nach dem Treffen der Siebenergruppe und Interventionsverkäufen von Dollars gegen D-Mark und Yen eine vorsichtigeren Haltung einnahmen. Obschon die Stimmung der Anleger gegenüber dem Dollar positiv blieb, dämpften Daten, die auf eine mögliche Verlangsamung des Wachstumstempos der US-Wirtschaft hindeuteten,

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

die Dollarnachfrage. Gegen Ende des Monats trat erneut Aufwertungsdruck auf und zirkulierten Berichte über anhaltende Nachfrage von Unternehmen und Anlegern nach Dollars. Somit schloss der Dollar den Monat per saldo weitgehend unverändert.

Im EWS blieben die Wechselkursrelationen stabil. Der begrenzte Zinsanstieg in Deutschland gegen Monatsende wurde von den meisten übrigen EWS-Ländern mitgemacht und hatte daher wenig Auswirkung.

Die D-Mark konnte sich leicht befestigen. Ihr gewogener Aussenwert gegenüber den 18 wichtigsten Handelspartnern (1972 = 100) erhöhte sich von 173,8 Ende März auf 174,4 Ende April. Die Befestigung trat in der ersten Monatshälfte ein. Sie resultiert zum Teil aus der in diesem Zeitpunkt eingetretenen Abschwächung des Dollarkurses und zum Teil aus der Diskussion um die Abschaffung der Quellensteuer. Die Erhöhung des Diskont- und Lombardsatzes der Bundesbank am 20. April um 1/2 Prozentpunkt auf 4,5 % p.a. bzw. 6,5 % p.a. blieb demgegenüber ohne nachhaltige Wirkung. In den letzten Apriltagen schwächte sich die D-Mark geringfügig ab.

Der französische Franc entwickelte sich weiterhin günstig, und zwar über den ganzen Berichtszeitraum hinweg. Er profitierte von der Veröffentlichung positiver Wirtschaftsergebnisse und der günstigen Ausrichtung des französischen Anleihenmarktes. Die von mehreren europäischen Ländern beschlossene Anhebung der Leitzinssätze wirkte sich nur kurz aus, obschon dadurch eine Verminderung des Zinsgefälles bei den kurzen Laufzeiten bewirkt wurde, und der Franc befand sich Ende Monat wieder auf seiner anfänglichen Position im EWS-Kursband.

Während des ganzen Monats notierte der belgische Franc gegenüber der D-Mark stabil. Die Banque Nationale de Belgique hob den Diskont- und den Lombardsatz um je 0,5 % an und folgte damit einer ähnlichen Entscheidung der Bundesbank. Ferner erwarb die Bank einige Devisenbeträge.

Die Position des holländischen Guldens im oberen Teil des EWS-Kursbandes veränderte sich kaum. Nach der Erhöhung der deutschen Zinssätze mit Wirkung vom 21. April hob De Nederlandsche Bank ihren Diskont- und Lombardsatz um je 0,5 Prozentpunkte auf 5,5 bzw. 6,25 % an.

Die dänische Krone blieb die schwächste Währung im EWS; sie verharrte nahe ihrem unteren Interventionskurs. Das Zinsgefälle gegenüber der D-Mark blieb beinahe unverändert, da die Danmarks Nationalbank ihre wichtigsten Sätze um 0,5 Prozentpunkte an hob, als die Bundesbank ihre Leitzinsen erhöhte.

Das irische Pfund blieb im April relativ stabil in der oberen Hälfte des EWS-Bandes. Die Central Bank of Ireland reagierte auf anhaltende kommerzielle Abflüsse anfänglich mit Nettoverkäufen von Fremdwährungen. Die inländischen Geldmarktsätze begannen ab Mitte April anzusteigen, und am 27. April erhöhte die Central Bank ihren Satz für kurzfristige Ausleihungen um 1 Prozentpunkt auf 9 %.

Die italienische Lira verharrte mehr oder weniger stabil im unteren Teil des EWS-Kursbandes. In der zweiten Aprilwoche kam es zu grossen Kapitalzuflüssen, die ziemlich umfangreiche DM-Käufe der Banca d'Italia erforderlich machten.

Das Pfund Sterling erlitt am Monatsanfang Kursverluste, die durch negative Pressekommentare ausgelöst worden waren. Nach kräftigen Interventionen und angesichts zunehmender Erwartungen einer weiteren Erhöhung der britischen Zinssätze erholte es sich jedoch gut. Als eine solche Erhöhung jedoch ausblieb, begann das Pfund nervös zu notieren; gleichzeitig kamen Befürchtungen eines Dockerstreiks und Besorgnis über eine Unterbrechung der Erdölförderung in der Nordsee auf. Die Zinserhöhungen in anderen europäischen Ländern wirkten sich ebenfalls aus, aber mit Hilfe der besser als erwartet ausgefallenen Handelszahlen für März schloss das Pfund den Monat ruhiger. Der Index des gewogenen Aussenwerts des Pfund Sterling sank um 0,4 % auf 95,1 (1985 = 100).

Die griechische Drachme blieb gegenüber dem US-Dollar stabil, gegenüber der ECU schwächte sich hingegen um 0,7 % ab. Die Bank von Griechenland intervenierte mehrmals am Markt, um die derzeitige Wechselkurspolitik durchzusetzen. Im gewogenen Durchschnitt büsste die Drachme 0,7 % ein.

Die spanische Peseta kam, hauptsächlich wegen kurzfristiger Kapitalzuflüsse, die durch das bestehende Zinsgefälle angezogen wurden, erneut unter Aufwertungsdruck, was die Banco de España zu Interventionskäufen veranlasste. Die Peseta schloss den Monat um 0,4 % höher gegenüber der ECU und 1,1 % höher gegenüber dem US-Dollar. Am 25. April hob die Banco de España den Satz für dreimonatige Pensionsgeschäfte um 0,4 Prozentpunkte auf 13,75 % an.

Der portugiesische Escudo wertete sich im gewogenen Durchschnitt um 0,25 % ab. Ursächlich waren beträchtliche Interventionskäufe, die von der Banco der Portugal im Rahmen ihrer Wechselkurspolitik vorgenommen wurden. Gegenüber dem US-Dollar festigte sich der portugiesische Escudo um 0,26 %.

Der Schweizer Franken hat sich gegenüber allen gängigen Währungen weiter abgewertet. Gemessen am US-Dollar erreichte die Werteinbusse 0,6 %. Gegenüber der D-Mark ergab sich eine Abschwächung von 1,3 %. Der exportgewichtete Index des Frankens lag am Monatsende 0,9 % unter dem Stand des Vormonats. Das Zinsniveau am inländischen Geldmarkt erhöhte sich nochmals um ungefähr 1 Prozentpunkt auf 6,75 % bis 7 %. Am 13. April wurde der Diskontsatz um 0,5 % auf 4,5 % und der Lombardsatz um 1 % auf 7 % erhöht. Die Gründe der fortgesetzten Frankenschwäche sind nicht eindeutig identifizierbar. Folgende Ursachen dürften im Vordergrund stehen:

- Der Überschuss der Ertragsbilanz hat sich zwischen 1986 und 1988 um rund 30 % vermindert. Dieser Trend hält weiterhin an.
- Andere Währungen, speziell jene im EWS, haben in den letzten Jahren deutliche Stabilitätsfortschritte gemacht. Der Franken ist für viele Anleger nicht mehr die herausragende Anlagewährung, sondern nur noch eine gute Alternative neben anderen. Er muss sich nun im Wettbewerb mit anderen, ähnlich robusten Währungen behaupten.
- Der starke Rückgang der Zinssätze im ersten Quartal 1988 hat da und dort möglicherweise Zweifel am Stabilitätswillen aufkommen lassen. Diese Zweifel sind unbegründet. Der geldpolitische Kurs, der in den letzten Monaten eingeschlagen wurde, zeigt mit aller Deutlichkeit, dass dem Ziel der Stabilität des Preisniveaus unverändert die höchste Priorität eingeräumt wird.

Der österreichische Schilling konnte sich im April gegenüber dem US-Dollar um 0,7 % befestigen. Gegenüber der D-Mark schwankte der Schilling lediglich um 0,04 %. Mit Wirkung vom 21. April wurde der Diskontsatz von 4,5 % auf 5 % und der Lombardsatz von 6 % auf 6,5 % erhöht. Der Satz für kurzfristige Offenmarktgeschäfte wurde per 24. April von 5,75 % auf 6,25 % erhöht.

Die norwegische Krone kletterte in den ersten drei Wochen auf einen Indexstand von rund 111,5, schwächte sich jedoch danach etwas ab; sie schloss den Monat um 0,3 % fester im gewogenen Durchschnitt. Trotz abnehmender Zinsdifferenzen gegenüber den Korbwährungen festigte sich die Krone wegen hoher Erdölpreise und der Veröffentlichung positiver Wirtschaftsstatistiken.

Die schwedische Krone befestigte sich im April weiter; ursächlich dafür waren hartnäckige Aufwertungsgerüchte, Vermutungen über einen Zins-

anstieg und ein günstiges Zinsgefälle. Dies alles bewirkte relativ starke Kapitalzuflüsse. Mit Wirkung vom 28. April erhöhte die Riksbank den Diskontsatz um 1 Prozentpunkt auf 9,5 %, um ihn den schon gestiegenen Marktsätzen anzupassen.

Die Finnmark festigte sich weiter und näherte sich dem oberen Rand der Schwankungsmarge des Währungsindex an. Die kurzfristigen Zinssätze gaben um rund 0,5 Prozentpunkte nach.

Der japanische Yen blieb gegenüber dem US-Dollar während des ganzen Monats ziemlich stabil. Gestützt wurde der Yen hauptsächlich durch die Angst vor konzertierten Interventionen der Zentralbanken, während die Nachfrage nach der japanischen Währung angesichts höherer Ölpreise und des Zinsgefälles zwischen Japan und den USA beschränkt war. Bei ihren Bemühungen, den Yen zu stützen, trat die Bank of Japan schon vom Anfang des Monats am Markt auf. Gegenüber der ECU wertete sich der Yen geringfügig ab.

Der kanadische Dollar festigte sich im April geringfügig bei vorsichtigem Handel vor der für den 27. April angesetzten Rede zum Bundeshaushalt. Das Durchsickern und die darauffolgende vorzeitige Veröffentlichung des Haushaltsplans am 26. April lösten einen deutlichen, aber kurzen Schwächeanfall aus; für Verstimmung sorgte die Nachricht eines die Erwartungen übersteigenden Bundesdefizits für das Haushaltsjahr 1989 und die politische Unsicherheit hinsichtlich der Umstände des Durchsickerns.

In den letzten Apriltagen legte der kanadische Dollar jedoch zu und machte die Schwäche vom 26. April mehr als wett, da sich eine starke kommerzielle und anlageorientierte Nachfrage nach dieser Währung aufbaute. Er schloss den Monat auf US-\$ 0,8450, d.h. etwas höher als Ende März.

II. INTERVENTIONEN

A. Interventionen in US-Dollar

Die Interventionen in US-Dollar saldierten sich zu Nettokäufen in Höhe von US-\$ 0,5 Mrd., gegenüber Nettoverkäufen von US-\$ 4,4 Mrd. im März. Von den Dollarverkäufen erfolgte ein Teil im Rahmen konzertierter Interventionen. Die bedeutendsten Nettoverkäufer von Dollars waren unter anderem die Bank of England, die Federal Reserve, die Central Bank of Ireland und die Bank of Greece. Die Sveriges Riksbank, die Banco de Portugal, die Banco de España und die Norges Bank tätigten die grössten Käufe.

B. Interventionen in Gemeinschaftswährungen und in privater ECU

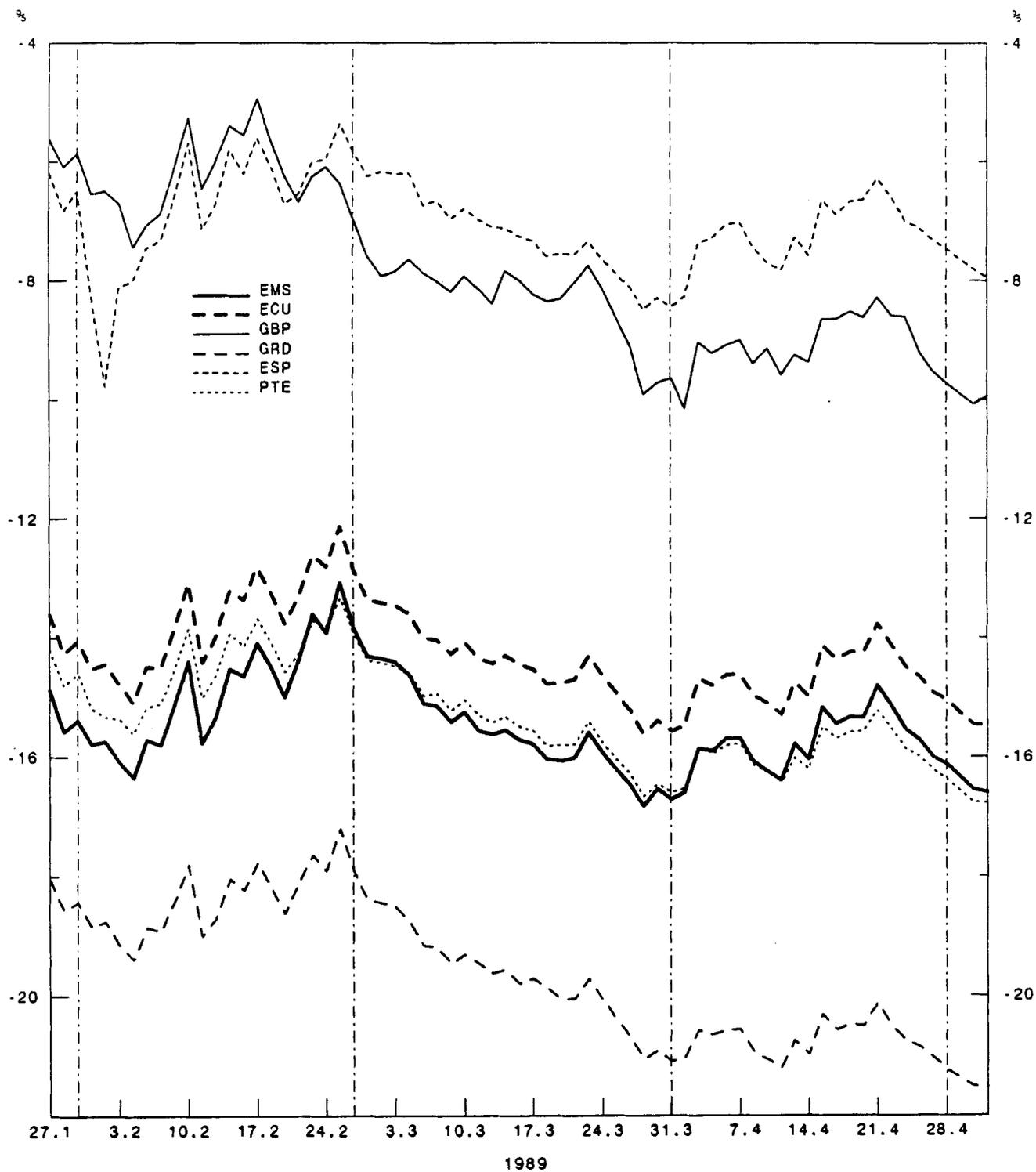
Die Interventionen in EWS-Währungen seitens der EG-Zentralbanken beliefen sich auf umgerechnet US-\$ 2,3 Mrd., gegenüber US-\$ 2,9 Mrd. im März. Die Interventionen bestanden beinahe zur Gänze aus DM-Käufen der Banco de España, der Banca d'Italia, der Banque de France, der Banque Nationale de Belgique und der Central Bank of Ireland.

Die Sveriges Riksbank tätigte ebenfalls beträchtliche DM-Käufe.

III. ENTWICKLUNGEN IM LAUFENDEN MONAT BIS ZUM 5. MAI

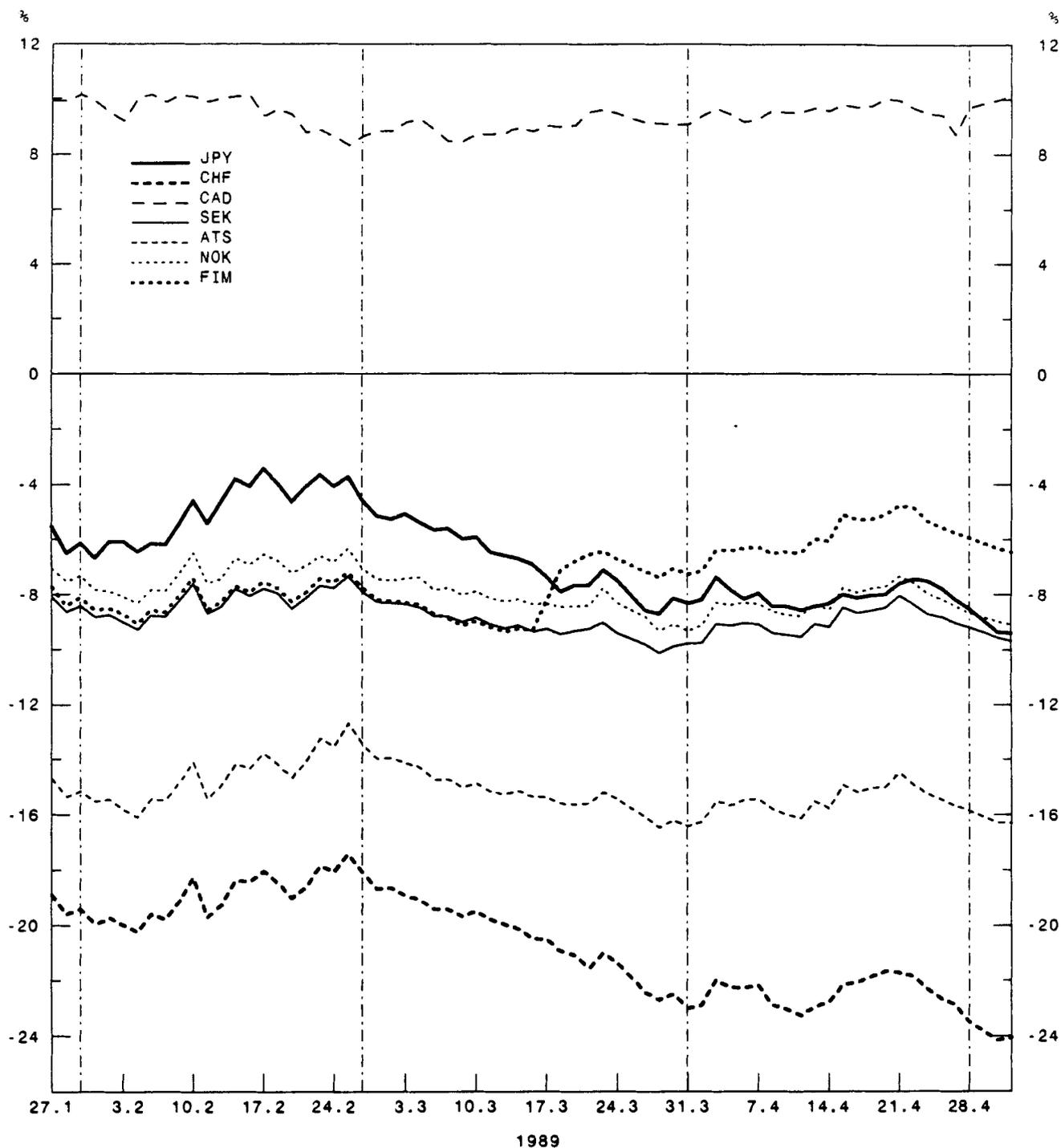
Gemildert von mehreren Runden konzertierter Zentralbankinterventionen hielt der Aufwertungsdruck auf den Dollar in den ersten Maitagen an. Angesichts von Berichten über eine starke Dollarnachfrage von Unternehmen und Anlegern und der ausgeprägten Zurückhaltung von potentiellen Dollarverkäufern befestigte sich der Dollar. Zeitweise wurde die Wirkung grosser Dollarkaufaufträge auf den Wechselkurs noch dadurch verschärft, dass die Märkte infolge der Maifeiertage in Europa und in Japan eng waren.

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.

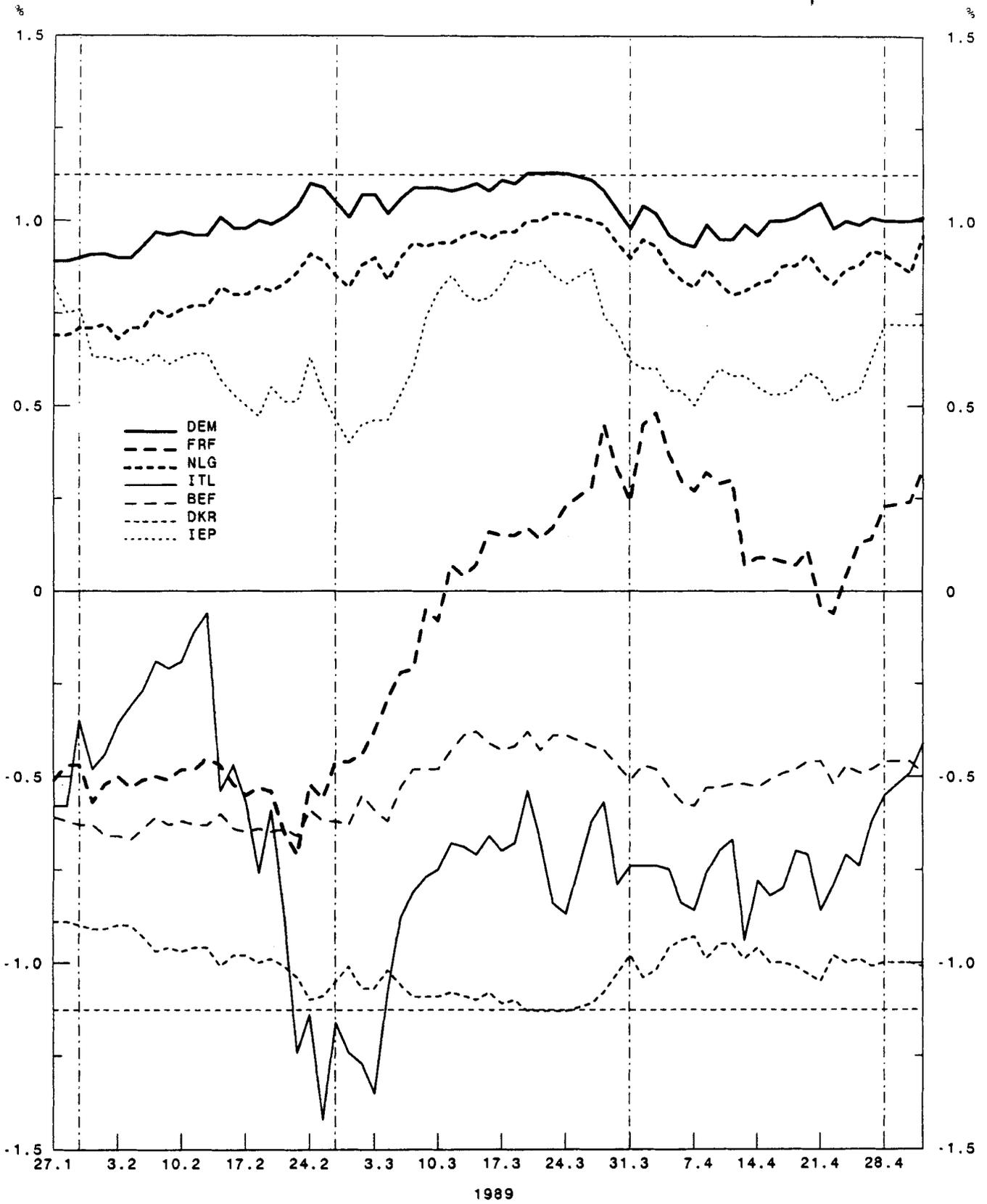
EVOLUTION OF THE CURRENCIES OF THE NON-EEC CENTRAL BANKS
PARTICIPATING IN THE CONCERTATION, ON THE BASIS OF THE EXCHANGE
RATES PREVAILING ON 31ST DECEMBER 1987 AGAINST THE USD*

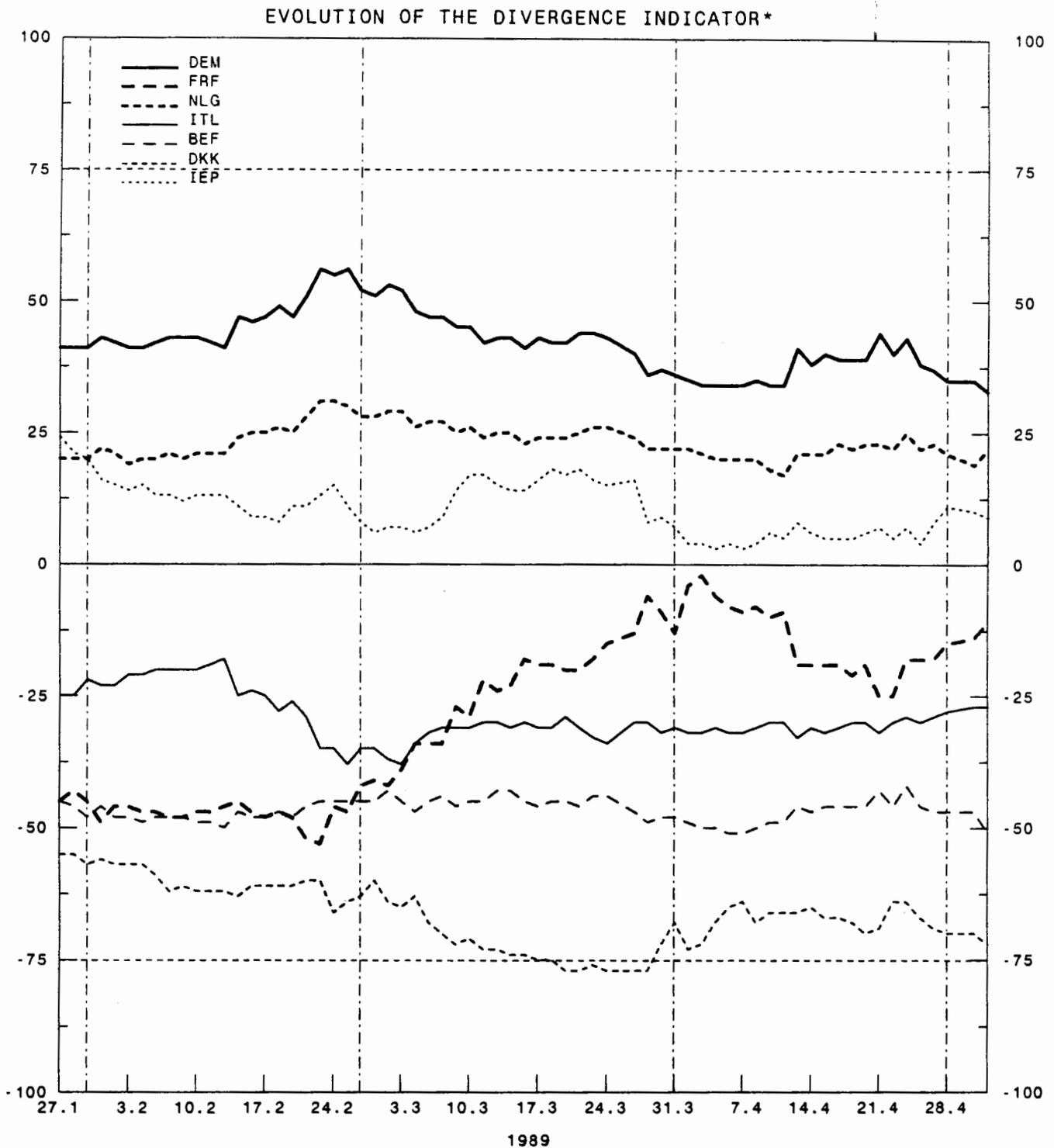


* ECU 0,767254; GBP 0,5346; GRD 126,2002; ESP 107,8498; PTE 130,0242; FIM 3,945; CAD 1,302; CHF 1,2775; JPY 121,4501; SEK 5,795; NOK 6,233; ATS 11,129; middle rate of the currencies participating in the EMS 0,77324. The middle rate of the currencies participating in the EMS represents the daily average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

5.5.1989

MOVEMENTS IN THE EMS PARITY GRID

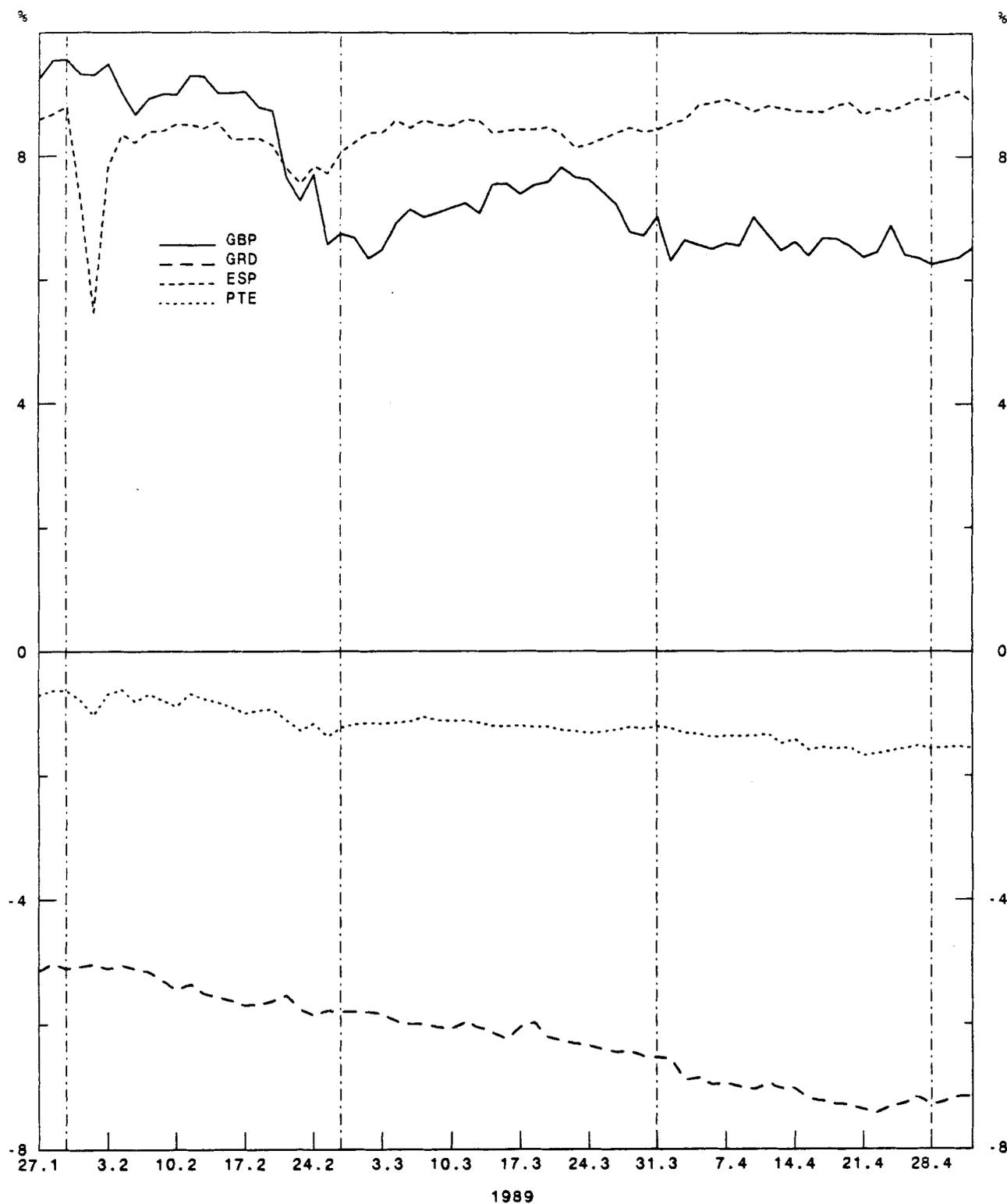




* The divergence indicator provides a uniform measure of a currency's position in relation to its ECU central rate. The maximum divergence spread is the maximum percentage by which a currency's market rate against the ECU may appreciate or depreciate in relation to its ECU central rate; it is expressed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

5.5.1989

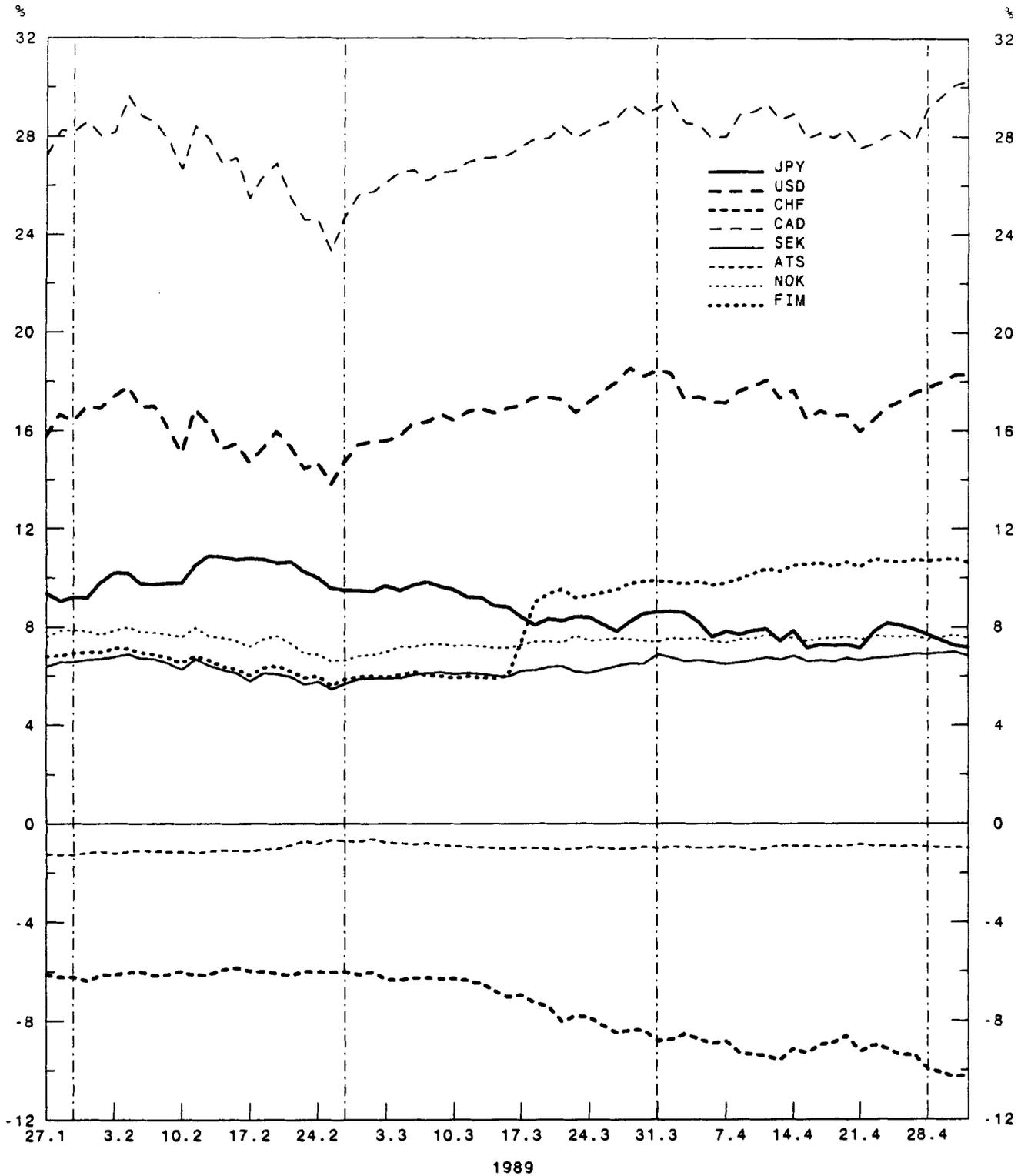
EVOLUTION OF THE POUND STERLING, THE GREEK DRACHMA, THE SPANISH PESETA AND THE PORTUGUESE ESCUDO, ON THE BASIS OF THE MARKET RATES PREVAILING ON 31ST DECEMBER 1987 AGAINST THE ECU*



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

5.5.1989

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.

5.5.1989

Speaking notes for a presentation to the
EEC Governors, on 11th April 1989,
on exchange rates in a longer-term perspective

- The tenth anniversary of the EMS seems an appropriate occasion to reflect on longer-term exchange rate developments, but as the EMS is a regional agreement within a wider international context, I shall enlarge my perspective to include all EEC currencies and the two major currencies outside of the EEC, the US dollar and the Japanese yen.
- Let me explain briefly how I have approached the subject. Exchange rates as a market phenomenon are bilateral by nature. However, when a large number of currencies are being considered, it becomes rather difficult to keep track of the bilateral relationships, even though they vary widely in importance. I shall look at effective exchange rates for the currencies concerned, based on trade weights calculated from export and import flows for twenty-one industrialised countries, and also taking into account third-market competition on the export side. For some time the BIS has been using its own method for this calculation which has, however, been revised recently. The decision to employ our own formula was taken in view of the fact that no clear "winner" has emerged so far from among the different approaches. In the absence of a broad consensus, one has to use one's own judgement to decide how best to combine the maximum number of advantages with a minimum of disadvantages. Our method differs from that of the OECD and the IMF mainly in its definition of "goods" (which is wider, not just confined to manufactured goods) and in its

treatment of trade with countries for which effective rates are not calculated (i.e. LDCs, OPEC and eastern bloc countries).

- Exchange rates are, of course, strongly influenced by inflation differentials. If inflation differentials are large and consistent, they will, over time, assume dimensions which completely dominate exchange rate developments. As the different inflation performances of different countries is not our subject we shall look at real effective exchange rates. Statistically this implies an additional complication; it necessitates using the trade weights of the effective exchange rate also to construct the price indices abroad in order to obtain an effective inflation differential.
- One question in this context, to which there is no obvious answer, is which price index to use. The two most commonly used indices are the consumer price index and the index of unit labour costs, with a slight preference, it seems, for the latter, even though it is subject to much greater statistical problems than the former. The choice has, clearly, to do with the purpose of the calculation. If one calculates real exchange rate changes as a guide to changes in competitiveness, the index of unit labour costs in manufacturing or industry is obviously the better one, as productivity gains - which, together with wages, are reflected in unit labour costs - are of prime importance for competitiveness, although they do not, by any means, include all cost elements (interest rates, raw material prices, etc.)..
- There is, however, a different way of looking at what the inflation-adjustment of exchange rates is about. One can simply use purchasing power parity as a benchmark, as Rudiger Dornbusch put it, by which to judge the level of an exchange rate. Except in rather special circumstances, the best indicator for the development of purchasing power is the consumer price index. Deflating

effective exchange rates by relative consumer price indices best serves the purpose of eliminating inflation differentials so as to be able to concentrate on the other elements that contribute to changes in real exchange rates over time. In fact, most of the not particularly extensive discussion of these other elements in the literature has grouped them under the heading of "factors explaining deviations from purchasing power parity". I do not like that way of putting it because it implicitly assumes that purchasing power parity prevails over the longer term, or, to put it in normative terms, that real effective exchange rates should be stable. As we shall see, the factual statement proves to be the exception rather than the rule. The list of reasons for effective exchange rates not being stable is long and there are perfectly good reasons alongside less good or even bad ones. As there is not always a consensus on what is "good" or "bad" in any particular area, it may be more useful to distinguish between reasons on the real side and reasons on the monetary side.

- It must suffice for the moment just to indicate a few reasons for a permanent change in real effective exchange rates on the real side of the economy. The most striking reason is obviously higher productivity growth, which is often linked to higher growth in general and to a strong export orientation. The next most important reason may be terms-of-trade changes, particularly for exporters of raw materials. For other countries it can be conceptually difficult to distinguish between cause and effect as changes in real effective exchange rates themselves have terms-of-trade effects. Perhaps it may now become clearer why I prefer deflating by the consumer price index rather than by unit labour costs. The latter method offers more than inflation adjustment, it also contains an element of productivity adjustment, but it is done in a somewhat untidy way. From a practical point of view it may still, in the short run, provide an

acceptable approximation for evaluating changes in competitiveness, but interpretation becomes difficult. I shall come back to this a little later.

- Nobody would argue, though, that the changes in real effective exchange rates which we observe are predominantly, or even solely, due to developments on the real side of the economy. Particularly in the short run, exchange market dynamics, such as overshooting, and influences of monetary and fiscal policy are clearly the dominant factors. A country that shifts unilaterally in the direction of tight money must expect a real appreciation, and vice versa. The effect of changes in fiscal policy is more controversial as the experience of the US differs from that of other countries. Factors which influence international portfolio decisions also have a bearing on real exchange rate changes. Fürstenberg argued in 1985 that portfolio holders have a preference for the currencies of low-inflation countries, which he found causes these currencies to appreciate. It appears, however, that this held true only at a time when real interest rates were low or negative in high-inflation countries. More recently this has certainly ceased to be the case. In addition, expectations of stability in nominal exchange rates seem to have tended to cause a real depreciation of low-inflation currencies.
- May I now ask you to look at Table 1 of the statistics which I have distributed. The year 1979 has been taken as the base year (= 100); the data are annual averages. 1979 has been used as the base year not only because it marks the birth of the EMS, but also because it was a year when current-account imbalances were on the whole relatively modest. There can be no perfect base year, but 1979 seems less imperfect than any other.
- Over the period from 1979 to 1988 real effective exchange rates remained stable only in the case of Portugal, which may merely demonstrate that the escudo

is managed, presumably on a trade-weighted basis, in a way not dissimilar to that used for our calculation. Four of the thirteen currencies appreciated in real terms over the same period; these are, in descending order, the currencies of Japan (+ 36 %), Italy (+ 18 %), Ireland (+ 13 %) and the United Kingdom (+ 4 %). That leaves eight currencies which depreciated; again, in descending order, they are the currencies of Belgium (- 15 %), Germany (- 13 %), Greece (- 11 %), the Netherlands (- 9 %), France (- 8 %), Spain (- 7 %), the United States and Denmark (- 4 %). The fact that the appreciation rates were higher partly accounts for the asymmetry between the number of appreciating currencies (four) and the number of depreciating currencies (eight). (Another reason is the fact, mentioned earlier, that these effective exchange rates are calculated on the basis of twenty-one countries, as against only thirteen shown here; those missing from this table include Canada, Australia and Switzerland.)

- Table 2 gives for comparison the same results for unit labour costs. As you can see, they are quite different for a number of currencies, such as the Irish pound (which drops from third to twelfth place) and the Portuguese escudo (from fifth to eleventh). Strong movements in the opposite direction can be observed for Germany and Greece. Otherwise the "league" table is similar, with Japan in the lead, and United Kingdom and Italy towards the top and Belgium at the bottom of the list, but the actual figures are nevertheless quite different.
- The interpretation of these differences - as I mentioned earlier - is not easy. It may be necessary to look at developments in profits in manufacturing on a country-by-country basis. The fact that the appreciation of the yen is lower in CPI terms than it is in terms of unit labour costs might suggest that profit margins in manufacturing in Japan have been reduced. The fact that the Deutsche Mark is shown to have been stable in unit

labour cost terms but to have depreciated in CPI terms might well be explained by the restoration of profit margins. But this is certainly not the whole story, as the consumer price index does not include export prices and, indeed, may be dampened by import prices. Price performance in the export sector and in the rest of the economy can differ widely.

- Table 3 takes the time series for the CPI-deflated real effective exchange rates of the thirteen currencies back to 1960, well into the time of the Bretton Woods system. It would not be surprising to find that changes in real effective exchange rates turned out to be larger between 1960 and 1973 because of the stickiness of nominal exchange rates under a fixed exchange rate system. That was, -taking the period as a whole - not generally the case, but it does hold true for quite a number of countries, including the UK, the Netherlands, Denmark and Greece, with Germany, Italy, Spain and Portugal on the border-line. In six countries, the US, Japan, France, Spain, Denmark, Greece, the direction of change was the same before and after 1973, in other words: if these currencies had been depreciating or appreciating in real terms over the period 1960-73, they continued to do so over the period 1973-88. Clearly, it would be very difficult to attribute such a long-term trend to anything other than quite fundamental characteristics of the economies concerned. Neither speculative capital movements nor fiscal or monetary policies qualify as explanations. Things would, no doubt, be different if we looked at the year-on-year changes, which, however, we cannot do here.
- Table 4 shows instead the variability of changes in real effective exchange rates based on the consumer price index for the periods 1960-73 and 1973-88. There is not a single currency whose variability was not substantially greater during the latter (floating) period than in the period before; in some cases the increase is

dramatic. The smallest increase in the variance of changes is observed for the currencies of Ireland and Germany, with multipliers of 1.1 and 1.2. The largest increase is that of the yen, where the variability of changes in the real effective exchange rate is three times what it had been under the Bretton Woods system. For the US dollar the variability has been multiplied by 2.2; for the currencies of most EEC countries the increase in variability is smaller.

- Even more interesting than the contrast between the two periods is the actual level of variability in the later period. Here we can see demonstrated the well-known fact that real effective exchange rates have fluctuated less for the currencies of the EEC countries than for the yen or the US dollar. The currencies of those EEC countries not participating in the EMS - the United Kingdom, Spain, Greece and Portugal - have, however, figures for variability which are close to that for the US dollar, but still well below that for the Japanese yen.
- I should draw your attention to the fact that we have been looking at the variability of changes from year to year (based on annual averages). Short-term volatility from day to day, week to week or month to month has been left out of account. You all know the verdict on the floating rate system: that, while high volatility can be tolerated, severe misalignments cause trouble because of the wrong signals they imply for investment in capital goods. Given the increased changes from year to year, one must conclude that severe misalignments have become more frequent. Non-misaligned real effective exchange rates may well have to change over time, but certainly not by as much as we have observed here. But this is only a tentative observation. To discover whether any particular effective exchange rate is "out of line" at a particular time requires, clearly, a much broader analysis than one which looks at exchange rates and nothing but exchange rates.