

PROTOKOLL\*  
DER 229. SITZUNG DES AUSSCHUSSES DER PRÄSIDENTEN  
DER ZENTRALBANKEN DER MITGLIEDSTAATEN  
DER EUROPÄISCHEN WIRTSCHAFTSGEMEINSCHAFT  
BASEL, DIENSTAG, 8. NOVEMBER 1988, 10 UHR

---

Anwesend sind: der Gouverneur der Banque Nationale de Belgique und Ausschussvorsitzende, Herr Godeaux, begleitet von den Herren Rey und Michielsen; der Gouverneur der Danmarks Nationalbank, Herr Hoffmeyer, begleitet von Herrn Mikkelsen; der Präsident der Deutschen Bundesbank, Herr Pöhl, begleitet von den Herren Gleske und Rieke; der Gouverneur der Bank von Griechenland, Herr Chalikias, begleitet von den Herren Papademos und Karamouzis; der Gouverneur der Banco de España, Herr Rubio, begleitet von den Herren Linde und Durán; der Gouverneur der Banque de France, Herr de Larosière, begleitet von den Herren Waitzenegger und Cappanera; der Gouverneur der Central Bank of Ireland, Herr Doyle, begleitet von den Herren O'Grady Walshe und Reynolds; der Gouverneur der Banca d'Italia, Herr Ciampi, begleitet von den Herren Dini und Santini; der Präsident der Nederlandsche Bank, Herr Duisenberg, begleitet von den Herren Szász und Brockmeijer; der Gouverneur der Banco de Portugal, Herr Tavares Moreira, begleitet von den Herren Pego Marques und Amorim; der Gouverneur der Bank of England, Herr Leigh-Pemberton, begleitet von den Herren Loehnis und Price; der Präsident der Kommission der Europäischen Gemeinschaften, Herr Delors, begleitet von den Herren Costa, Mingasson und Dixon; der Generaldirektor des Luxemburgischen Währungsinstituts, Herr Jaans; der Sekretär des Währungsausschusses,

---

\* Endgültige, in der Sitzung vom 13. Dezember 1988 gebilligte Fassung, die gegenüber dem Entwurf nur einige Änderungen redaktioneller Art aufweist.

Herr Kees. Zugegen sind ferner die Herren Raymond und Dalgaard, Vorsitzende der Expertengruppen. Ebenfalls anwesend sind der Generalsekretär des Ausschusses, Herr Morelli, und sein Beigeordneter, Herr Bascou, sowie die Herren Scheller und Giles und die Herren Bockelmann und Dagassan.

I. Billigung des Protokolls der 228. Sitzung

Der Ausschuss billigt einstimmig das Protokoll der 228. Sitzung, vorbehaltlich einiger Änderungen redaktioneller Art, die in der endgültigen Fassung Berücksichtigung finden.

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

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

A. Referat von Herrn Dalgaard

Herr Dalgaard erklärt zu Beginn, dass die Basisdokumentation (Tabellen, Grafiken) der "Überwachung" nunmehr vom Sekretariat des Ausschusses erstellt wird.

Im Lauf der seit der Septembersitzung vergangenen zwei Monate ist es auf den Devisenmärkten zu keinen akuten Spannungen gekommen, aber es sind einige bedeutende Entwicklungen eingetreten.

Die Position des Dollars hat sich deutlich verändert. Seit Erreichen der Talsohle Ende 1987 hat sich der Dollar bis September 1988 gefestigt oder ist stabil geblieben. Die Interventionen auf der Verkaufsseite beliefen sich für die drei Monate Juli bis September auf rund \$ 25 Mrd. Im Oktober und Anfang November schwächte sich der Dollar gegenüber der D-Mark um etwa 3 % ab, und es wurden Interventionskäufe in der Grössenordnung von \$ 3 Mrd. getätigt. Diese Trendumkehr hängt offenbar damit zusammen, dass das amerikanische Wachstum nicht so stark wie erwartet ist und daher auch die Zinssätze nicht den Erwartungen entsprechend angestiegen sind. Andererseits gibt das aussenwirtschaftliche Ungleichgewicht zu neuen Sorgen Anlass. Die Abschwächung des Dollars gegenüber den europäischen Währungen war jedoch nicht sehr ausgeprägt; beispielsweise war sein Kursniveau gegenüber der

D-Mark Anfang November das gleiche wie von Januar bis Oktober 1987 und mehr als 10 % höher als Ende 1987.

Der Schwächeanfall des Dollars war gegenüber dem Yen ausgeprägter; hier entspricht das Kursniveau praktisch dem von Ende 1987. Um den Fall des Dollars zu bremsen, tätigten die "Federal Reserve" und die Bank von Japan konzertierte Interventionen, wobei letztere seit langer Zeit zum ersten Mal wieder intervenierte. Der Yen festigte sich somit gegenüber der D-Mark, wobei sich der Wertgewinn seit Anfang Jahr auf rund 10 % beläuft.

Die Aussichten des Dollars sind wegen der amerikanischen Wahlen noch ungewisser als sonst, aber man rechnet allgemein mit einem neuen Kurszerfall nach den Wahlen.

Im EWS herrscht zur Zeit bemerkenswerte Ruhe. Zweimal kam es zu Spannungen: Anfang September, im Zusammenhang mit Gerüchten über eine Leitkursanpassung, und Mitte Oktober, als der französische Franc unter Druck kam. Die Spannungen waren jedoch nie akut, und das schmale Fluktuationsband wurde nie zur Gänze ausgenutzt.

Nachdem die D-Mark bis September eher schwach notierte, festigte sie sich im EWS im Oktober deutlich, während die deutschen Zinssätze, insbesondere am langen Ende, zurückgingen und DM-Verkäufe stattfanden. Diese Entwicklung ist mit der Schwäche des Dollars und dem verbesserten Wirtschaftswachstum in Deutschland in Zusammenhang zu bringen. Zu erwähnen ist auch die Änderung der Zuteilungstechnik im Rahmen der Pensionsgeschäfte ("repos"), die mit einer Erhöhung der Rediskontkontingente kombiniert wurde. Diese Änderungen verfolgen den Zweck, die bestehenden Instrumente flexibler zu gestalten, ohne die grundlegende Ausrichtung der Geldpolitik zu verändern.

Der französische Franc erlebte zwei Schwächeanfänge. Der erste erfolgte Anfang September wegen der Gerüchte über eine Leitkursanpassung. Die Banque de France reagierte mit Interventionsverkäufen; sie liess zu, dass sich der Franc innerhalb des Kursbandes etwas abschwächte, und hob die kurzfristigen Zinssätze leicht an. Die Märkte beruhigten sich rasch, und Wechselkurs und Zinssätze normalisierten sich wieder. Gegen Mitte Oktober lösten dann soziale Unruhen und die Veröffentlichung schlechter Aussenhandelszahlen für August, zusammen mit der Dollarschwäche, einen erneuten Schwächeanfall des Franc aus. Wiederum reagierte die Banque de France mit Einsatz der drei Instrumente. Überdies sprachen sich die französischen und die deutschen Behörden in sehr deutlichen Erklärungen gegen eine Leitkursanpassung aus. Die Märkte beruhigten sich wieder, und die Interventionen wurden ein-

gestellt. Die Lage Anfang November zeigt, dass der Franc die schwächste Währung im engen Kursband ist - er liegt nahe am unteren Rand -, dass das Gefälle der realen Zinssätze gegenüber der D-Mark grösser als im Sommer, jedoch kleiner als 1987 ist, und dass nach den Interventionen auf der Verkaufsseite in Höhe von rund \$ 4 Mrd. keine Kapitalrückflüsse erfolgten.

Auch die italienische Lira litt Anfang September unter den Gerüchten über eine Leitkursanpassung; die Banca d'Italia nahm dabei ein leichtes Nachgeben des Kurses in Kauf; sie hob die Zinssätze an und intervenierte. Die Spannungen verschwanden. Seither hat sich die Lira gefestigt, und es wurden Devisen im Gegenwert von rund \$ 2 Mrd. gekauft. Die Gründe für diese Wende sind: die Beibehaltung eines hohen Standes der Zinssätze, was für die Finanzierung des Staatshaushalts nötig ist, die günstigen wirtschaftlichen Eckdaten wie das Wirtschaftswachstum, die Handelsbilanz sowie der gut aufgenommene Haushaltsvoranschlag für 1989. Die Ankündigung von Massnahmen zur Liberalisierung des Kapitalverkehrs hat vielleicht bei der Schwäche der Lira im September eine Rolle gespielt, aber als diese Massnahmen am 1. Oktober 1988 in Kraft traten, blieb das ohne Auswirkung.

Die dänische Krone schwächte sich leicht ab und glitt unter die Bandmitte; da dieser Kurs als durchaus annehmbar angesehen wurde, kam es zu keinen Interventionen. Auf die vollständige Liberalisierung des Kapitalverkehrs mit Wirkung vom 1. Oktober 1988 zeigte der Markt keine Reaktion.

Das irische Pfund notierte während fast des ganzen Zeitraums fest; gegen Ende Oktober schwächte es sich jedoch leicht ab. Die Zinssätze stiegen etwas an, vielleicht im Zusammenhang mit der Ankündigung einer vollständigen Liberalisierung der Portfolio-Transaktionen per Jahresende.

Der belgische Franc notierte Ende August/Anfang September etwas schwächer, offenbar weil sich das Zinsgefälle zu seinen Gunsten zu sehr verengt hatte. Daraufhin wurden die Zinssätze leicht angehoben, und seither ist die Lage ruhig.

Auch der holländische Gulden war im August und Anfang September etwas schwach; es wurde mit einigen Devisenverkäufen interveniert. Das Zinsgefälle gegenüber der D-Mark wurde auf 3/4 % erhöht; dies genügte, um die Kapitalströme umzudrehen. Dies führte zu einer Stabilisierung des Guldens auf einem Kursniveau, das nahe der bilateralen Parität zur D-Mark liegt, zum Verschwinden der Interventionen und zu einer Verengung des Zinsgefälles gegenüber der D-Mark auf weniger als 0,5 %.

Abschliessend ist festzustellen, dass die Lage für den Wechselkursmechanismus als Ganzes insofern zufriedenstellend ist, als sich der flexible Einsatz der drei Instrumente als wirksam erwiesen hat und als die in Italien und Dänemark vorgenommene Liberalisierung des Kapitalverkehrs keine negativen Auswirkungen auf den Devisenmärkten gezeitigt hat.

Das Pfund Sterling ist gegenüber den anderen EG-Währungen stabil geblieben: Es wurden praktisch keine Interventionen und Zinssatzänderungen vorgenommen. Diese Situation spiegelt eine Art Gleichgewicht zwischen der Überhitzung der Wirtschaft, dem bedeutenden Leistungsbilanzdefizit und dem hohen Stand der britischen Zinssätze wider.

Die Peseta hat sich nach einer bedeutenden Erhöhung der Zinssätze durch die Banco de España gefestigt, die damit auf die durch die Überhitzung der Wirtschaft ausgelöste starke Teuerung (+ 1 % im September) reagieren wollte.

Die Bank von Griechenland setzte ihre Politik fort, mit der sie zum Ziel der allgemeinen Stabilität dadurch beiträgt, dass sie den effektiven Wechselkurs der Drachme weniger zurückgehen lässt als das Inflationsgefälle. Seit Anfang 1988 hat sich der effektive Wechselkurs um 5,3 % abgewertet, während für das ganze Jahr 7 % vorgesehen gewesen waren. Alles in allem sollte sich die Drachme 1988 real um 3 bis 4 % aufwerten.

In Portugal wurde die Politik der allmählichen Senkung des gewonnenen Wechselkurses des Escudo in immer kleineren Schritten fortgesetzt.

Schliesslich ist noch auf einige Punkte hinzuweisen.

Die jüngsten Interventionen der Banca d'Italia umfassten Käufe von französischen Franc im Gegenwert von über \$ 400 Mio.

Wie aus den Tabellen hervorgeht, die den Notenbankpräsidenten ausgehändigt wurden, haben sich die von den Zentralbanken gehaltenen Guthaben privater ECU 1988 stark erhöht. Sie stiegen insgesamt von ECU 4 auf 8 Mrd., unterlagen aber starken Schwankungen in einzelnen Fällen. So hat die Danmarks Nationalbank ihre Guthaben im Zusammenhang mit Rückkäufen offizieller ECU um 250 Mio. vermindert; die Banca d'Italia baute die ihren im Oktober im Rahmen einer Umschichtung ihrer Devisenreserven um ECU 670 Mio. ab. Hingegen stockte die Bank of England ihre Guthaben infolge der Emission von ECU-Schatzwechseln um über ECU 900 Mio. auf.

Anlässlich einer Sitzung der Zentralbankexperten am Sonntagabend in Basel wurde eine Erhebung der Umsätze auf den Devisenmärkten vorgesehen. Es handelt sich um eine Umfrage, die im April 1989 von den meisten Zentral-

banken der EG vorgenommen werden sollte und die den früher von der Bank of England und der Bank von Japan veranstalteten Umfragen ähnlich sei.

B. Referat von Herrn Rey

Der Gedankenaustausch der Stellvertreter lässt sich in zwei Schlüsselworten zusammenfassen: Befriedigung, aber gebotene Wachsamkeit. Dieser doppelte Eindruck kann unter vier verschiedenen Blickwinkeln illustriert werden:

1. Man hat allen Grund zur Zufriedenheit über die in Dänemark und Italien ergriffenen und kürzlich in Irland angekündigten Massnahmen zur Liberalisierung des Kapitalverkehrs. Überdies wurden diese Massnahmen alles in allem von den Märkten günstig aufgenommen.

Auf diesem Gebiet wird von den Stellvertretern der betreffenden Länder zur Wachsamkeit ermahnt; insbesondere der irische und der italienische Stellvertreter warnten vor jeglicher Euphorie. In Irland beobachtete man im Zusammenhang mit der Ankündigung der Liberalisierungsmassnahmen ein leichtes Anziehen der langfristigen Zinssätze. In Italien mangelt es nicht an Gründen - neben der Lockerung der Devisenkontrolle -, die die jüngste Festigkeit der Lira erklären; insbesondere spielte die Verbesserung der Handelsbilanz eine bedeutende Rolle bei der günstigen Kursentwicklung der Währung.

2. Das EWS gibt ebenfalls Anlass zur Befriedigung. Es lässt sich nicht behaupten, dass die Wechselkursstabilität im EWS im Berichtszeitraum ernstlich erschüttert worden ist. Einige Spannungen traten auf, Gerüchte über eine Leitkursanpassung wurden laut, aber man wurde gut mit ihnen fertig. Namentlich wurde der beobachtete Abwertungsdruck auf den französischen Franc nach dem Buchstaben und im Sinne der Übereinkunft von Basel/Nyborg erfolgreich bekämpft: Interventionen, Abgleitenlassen des Kurses im Band, Zinsmassnahmen.

Anlass zur Wachsamkeit gibt der Umfang der Leistungsbilanzungleichgewichte unter den am EWS-Wechselkursmechanismus beteiligten Ländern. Man darf nicht damit rechnen, dass diese Ungleichgewichte demnächst dank differenzierter Nachfragepolitik verschwinden. Auf kurze Sicht müssen daher diese Ungleichgewichte auf die eine oder andere Weise finanziert werden. Nach allgemeiner Ansicht ist es wünschenswert, dass die notwendigen Kapitalströme weiterhin spontan auf die Marktanreize reagieren, was bedeutet, dass ein angemessenes Zinsgefälle aufrechtzuerhalten ist. Unter diesem Blickwinkel sollte man vorsichtig sein, ehe man unilaterale Massnahmen

erwägt, die zu einer Verminderung des Zinsgefälles zwischen dem Franc und der D-Mark führen.

3. Die Stellvertreter wurden auf die Lage Spaniens aufmerksam gemacht, wo die Fortsetzung eines sehr schnellen Wirtschaftswachstums mit einer Beschleunigung der Teuerung und einer Erhöhung des Handelsbilanz- und Haushaltsdefizit einhergeht. Die Behörden sahen sich veranlasst, die Geldpolitik zu verschärfen, um dieser Entwicklung zu begegnen.

4. Schliesslich kann man mit Befriedigung feststellen, dass der Kursrückgang des Dollars geordnet erfolgt ist und die amerikanische Währung auf einen Stand zurückbringt, der nach allgemeiner Ansicht besser den Bedürfnissen des internationalen Anpassungsprozesses entspricht. Jedoch schwebt die Entwicklung des Dollars in naher Zukunft natürlich in Ungewissheit. Einige Stellvertreter sind der Meinung, dass sich beim Dollar ein Kursverlustpotential angesammelt hat, das nach den Wahlen freigesetzt werden könnte; aber es ist ebenso gut möglich, dass der Markt den Kursrückgang schon vorweggenommen hat und eine abwartende Haltung einnimmt, bis die Absichten der neuen Präsidentschaft deutlicher werden. Es könnte sogar wünschenswert sein, eine gewisse Stabilisierung des Dollars auf seinem heutigen Kursniveau anzustreben.

#### C. Diskussion des Ausschusses

Herr de Larosière dankt Herrn Rey für sein Referat von bemerkenswerter Knappheit und Klarheit.

Herr Ciampi erklärt, die Banca d'Italia freue sich, dass nach mehr als 15 Jahren Kontrolle die Liberalisierung des Finanzverkehrs mit dem Ausland nunmehr Wirklichkeit geworden sei. Die bisherigen Erfahrungen von etwas mehr als einem Monat seien ohne Nachteile verlaufen, und man dürfe nicht vergessen, dass die letzte Leitkursanpassung fast zwei Jahre zurückliege. Ehre gebühre den Leuten, die sich in Italien seit Jahren hartnäckig dafür einsetzten, auf dem Weg der Liberalisierung Fortschritte zu erzielen, ohne dabei Ungleichgewichte zu schaffen. Es verblieben jedoch Probleme sowohl für Italien als auch für das EWS. Die Kapitalzuflüsse vom Oktober folgten auf die Abflüsse vom September, die mit den Realignment-Gerüchten zusammenhingen. Die Zinssätze seien im Durchschnitt in Italien höher als in den anderen Partnerländern, sowohl nominal als auch real gesehen. In dieser Situation widerspiegeln sich sowohl ein konjunkturelles Element (die starke

Expansion des Bankkredits erfordere eine Politik der hohen Zinsen) als auch ein strukturelles Element (der Staat müsse attraktive Zinssätze gewähren, um die nötigen Mittel für die Finanzierung eines enormen Haushaltsdefizits zu erhalten). Zwei weitere Faktoren hätten die Durchführung dieser weiteren Etappe bei der Liberalisierung des Kapitalverkehrs begünstigt: einerseits das gute Ergebnis der italienischen Zahlungsbilanz, das mit einer kräftigen Weltnachfrage und dem Rückgang der Erdölpreise zusammenhänge; andererseits das grössere Vertrauen der italienischen Wirtschaftsteilnehmer in die Erklärungen und Zusagen der Behörden hinsichtlich der Sanierung der öffentlichen Finanzen. Dieses Vertrauenskapital müsse nun durch konkrete Massnahmen konsolidiert werden.

Herr Rubio bestätigt, dass sich die Teuerung in Spanien beschleunigt habe. Diese Entwicklung habe zur Anhebung der Zinssätze um 1 Prozentpunkt geführt. Für 1989 habe man sich die Rückführung der Teuerung auf eine Rate von 3 % zum Ziel gesetzt, was eine möglicherweise bedeutende Verschärfung der Geldpolitik erfordere. Das Haushaltsdefizit sei bereits geunken, und eine weitere Verminderung sollte 1989 erzielt werden. Dieses Ergebnis sei auf die sehr starke Zunahme der Einkünfte zurückzuführen; alles in allem sei die Finanzpolitik jedoch nicht restriktiv, sie könnte sogar expansiv werden.

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

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

IV. Prüfung der Geldpolitik in den EG-Mitgliedstaaten auf der Grundlage des Berichts Nr. 33 der Expertengruppe unter dem Vorsitz von Herrn Raymond

Der Vorsitzende hebt hervor, der Bericht Nr. 33 sei der erste, der dem Zusatzmandat entspreche, das die Zentralbankpräsidenten im Mai 1988 der "Raymond-Gruppe" im Hinblick auf eine verbesserte Koordination der



Geldpolitik unter den Mitgliedstaaten der EG und auf eine Ergänzung des monatlichen Überwachungsverfahrens erteilten, das aufgrund der Übereinkunft von Basel/Nyborg vom September 1987 geschaffen worden sei. Überdies sei die Vorbereitung dieses Herbstberichts um einen Monat vorgezogen worden, was bedeute, dass die Zentralbankpräsidenten ihn im November diskutieren können; den Dezember habe man ja als etwas spät empfunden, angesichts der verschiedenen Entscheidungen im monetären Bereich, die in den EG-Ländern zu treffen seien.

A. Referat von Herrn Raymond

Der Bericht Nr. 33 unterscheidet sich von früheren Halbjahresberichten der Expertengruppe zumindest durch seine ehrgeizige Zielsetzung. Diese ist der Gruppe durch das neue Mandat, das die Notenbankgouverneure im Mai 1988 erteilt haben, zugewiesen worden. Die Gruppe wurde aufgefordert, den Zentralbanken der Gemeinschaft die notwendigen Informationen zu liefern, damit diese die Geldpolitik für das Jahr 1989 koordiniert planen können. Diesbezüglich wurde sie gebeten, besonderes Gewicht auf die Analyse der Divergenzen und die möglichen Massnahmen zu ihrem Abbau zu legen.

Die Experten haben die unvorhergesehene Beschleunigung des Wachstums im Jahr 1988 zur Kenntnis genommen; 1989 wird wahrscheinlich eine Verlangsamung eintreten. Sie stellten fest, dass sich die Preise zwar ungünstiger als in den beiden vorhergehenden Jahren entwickelt haben, dass diese Entwicklung jedoch bescheiden geblieben ist und die Lage sich stabilisieren sollte. Dies gilt sowohl allgemein als auch für Europa im besonderen.

Vor allem der Prozess der Zahlungsbilanzanpassung steht im Vordergrund. Seit einigen Monaten scheint er zwischen den Vereinigten Staaten, Japan und der Bundesrepublik Deutschland zum Stillstand gekommen zu sein. Wenn sich auch der Überschuss der EG 1988 vermindert hat und 0,5 % des gesamten BIP nicht mehr übersteigt, so haben sich doch die Divergenzen zwischen den Mitgliedstaaten vergrössert. Der Überschuss Deutschlands verharrt auf 4 % des BIP dieses Landes und 1 % desjenigen der Gemeinschaft. Überschüsse verbleiben auch in den Benelux-Ländern und Irland.

Demgegenüber verzeichnen die Leistungsbilanzen mit Ausnahme von Dänemark dort eine Verschlechterung oder ein Defizit, wo ihre Position schon labil war. Diese vom Standpunkt der Konvergenz aus enttäuschenden Ergebnisse sind auf mehrere Faktoren zurückzuführen:

- Die Inlandsnachfrage erweist sich in den Ländern, wo der Wirtschaftsstandard am schwächsten ist oder wo ein bestimmtes Mass an Überhitzung herrscht, als fester als in den Überschussländern.
- Die Wechselkurse haben während eines guten Teils des laufenden Jahrs gegen die Anpassung gewirkt.
- Schliesslich hat das kräftige Wachstum die industrielle Spezialisierung verstärkt. Namentlich Deutschland hat seine Fähigkeit unter Beweis gestellt, die starke Nachfrage seiner Partner nach Investitionsgütern zu befriedigen.

Die Divergenzen auf dem Gebiet der Preise und der Steuersysteme sind etwas schwächer geworden, aber ohne dass sich deswegen die Konvergenz verbessert hätte.

Alles in allem werden die Länder der Gemeinschaft 1989 weiterhin grosso modo in zwei Gruppen zerfallen: jene, die sich einer mässigen Teuerung und eines beträchtlichen Leistungsbilanzüberschusses erfreuen (Deutschland, Niederlande, Belgien, Luxemburg, Irland) und jene, deren Inflation über dem Gemeinschaftsdurchschnitt liegt und deren Leistungsbilanz ein Defizit ausweist oder sich verschlechtert (Grossbritannien, Italien, Spanien, Portugal, Griechenland). Frankreich und Dänemark nehmen mehr oder weniger eine Mittelposition ein.

Das alles scheint zu zwei Schlussfolgerungen für die koordinierte Erarbeitung der Geldpolitik 1989 der Mitgliedsländer zu führen.

Erstens, zur generellen Ausrichtung dieser Politik: Zwei widersprüchliche Feststellungen lassen es geraten scheinen, keine Änderung im einen oder anderen Sinn vorzuschlagen. In den Ländern, die ihre Geldpolitik unmittelbar nach dem Börsenkrach im Oktober 1987 lockerten, ist sie vom zweiten Quartal 1988 an zu unterschiedlichen Zeitpunkten je nach Land wieder verschärft worden. Diese Änderung ist von den Märkten gut aufgenommen worden, sie hat offenbar die Inflationserwartungen beruhigt und scheint daher für den Moment zu genügen. Umgekehrt sprechen die kräftige Kreditvergabe und die hohe Liquidität der Volkswirtschaft in vielen Ländern gegen eine Lockerung, die nach Ansicht der Mehrheit der Experten 1989 nur dann erwogen werden könnte, wenn sich das Wachstum deutlich verlangsamen würde.

Zweitens, zur Differenzierung der Geldpolitik: Theoretisch ist sie nötig, um die zwei etwas dramatisch einander gegenübergestellten Ländergruppen einander anzunähern. Auf lange Sicht können die andauernden Differenzen bei den Teuerungsraten und die entgegengesetzten Zahlungsbilanz-

situationen die Stabilität der Wechselkurse nur bedrohen, insbesondere im Wechselkursmechanismus (aber das Mandat der Gruppe beschränkt sich nicht auf diesen).

Zunächst wurde unterstrichen, dass der Saldo der Leistungsbilanzen ein übertrieben pessimistisches Bild der eingegangenen Risiken geben kann. Es trifft zu, dass 1988 bedeutende Kapitalabflüsse aus Deutschland zur Begrenzung der Spannungen beigetragen haben. Man kann sich jedoch nicht ganz auf solche Erscheinungen verlassen: Abgesehen von den Direktinvestitionen, können die Kapitalströme eine Richtung einschlagen, die das Gegenteil von dem ist, was das Gleichgewicht des Devisenmarkts erfordern würde, indem sie unter der Wirkung von Kurserwartungen aus den Defizitländern in die Überschussländer fließen. Dieses Risiko ist heute, in einem deregulierten Europa, grösser geworden. Es erfordert umfassendere und raschere Reaktionen der Zentralbanken bei den Zinssätzen.

Strukturpolitische Massnahmen sind gewiss unerlässlich, aber ihre Wirkung auf das Angebot ist zu langsam, um die sich 1989 stellenden Probleme zu lösen.

Bleibt noch die konjunkturelle Nachfragesteuerung. Aber keines der Länder, die Leistungsbilanzüberschüsse verzeichnen, sieht eine Möglichkeit, seine Inlandsnachfrage noch weiter zu stimulieren. Diese wird in Deutschland als zufriedenstellend angesehen, soweit sie sich merklich dem Produktionspotential anpasst und somit auf mittlere Sicht die Preisstabilität nicht bedroht. Die anderen Überschussländer räumen der Stabilität ihres Wechselkurses gegenüber der D-Mark Vorrang ein, von dem sie nicht abweichen wollen; diese Länder können ihre Volkswirtschaft nicht durch haushaltspolitische Massnahmen ankurbeln, da ihre öffentlichen Finanzen im Gegenteil der Sanierung bedürfen. Unter diesen Umständen könnte eine verbesserte Konvergenz nur durch eine Einschränkung der Nachfrage in den Ländern der zweiten Gruppe (definiert durch eine höhere Teuerung und eine verschlechterte Zahlungsbilanz) erzielt werden.

Die Experten bedauerten mehrheitlich das "Timing" der 1988 in Grossbritannien verabschiedeten oder in Deutschland für 1989 angekündigten finanzpolitischen Massnahmen, die zwar auf lange Sicht gerechtfertigt seien, aber kurzfristig den Anpassungsprozess behindern könnten.

Aus all dem Gesagten lässt sich schliessen, dass die Verbesserung der Konvergenz weitgehend auf der Entwicklung und Differenzierung der Zinssätze beruhen wird; letztere ist vor allem Aufgabe der Länder der zweiten

Gruppe; zweifellos wird sich daraus ein allgemeines Anziehen für die Gemeinschaft ergeben. Jedoch kann man nicht einmal damit rechnen, dass die Differenzierung der Zinssätze für den schnellen Abbau der ausserwirtschaftlichen Ungleichgewichte genügt, da diese so gross sind.

Unterschiedliche Einstellungen haben sich ferner hinsichtlich der Reaktionen auf mögliche Veränderungen des Dollarkurses gezeigt. Die Vertreter der zweiten Ländergruppe (höhere Inflation, schwächere Zahlungsbilanz) befürchten, dass ein Fallen des Dollars nicht zu einem Rückgang der Zinssätze in der ersten Gruppe führe oder dass ein Anziehen des Dollars erneute Zinserhöhungen bewirke.

Viele Experten sind der Ansicht, dass es bei der etwaigen Veröffentlichung von Zielvorgaben für 1989 nützlich wäre, auf die gemeinsamen Vorarbeiten anzuspielen - wenn die Experten auch sehen, dass sie noch nicht zu einer vollständigen Übereinstimmung gelangt sind.

#### B. Referat von Herrn Rey

Die Stellvertreter haben versucht, Antworten auf die folgenden vier Fragen zu finden:

- Entspricht der neue Bericht in angemessener Weise dem Mandat, das der Ausschuss der Zentralbankpräsidenten im vergangenen Mai erteilt hat?
- Kann man sich der Analyse der makroökonomischen Entwicklungen und der monetären Lage anschliessen?
- Könnten die Meinungsunterschiede, die sich unter den Experten über den erwünschten Kurs der Geldpolitik in der Gemeinschaft gezeigt haben, abgebaut werden?
- Sollte man der von der Mehrheit der Experten abgegebenen Empfehlung folgen und öffentlich verkünden, dass die in den verschiedenen Ländern für 1989 festgelegten monetären Zielvorgaben vorher Gegenstand gemeinsamer Überlegungen im Rahmen des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten waren?

Was die erste Frage betrifft, die Ausführung des Mandats, rühmen die Stellvertreter einhellig die Qualität des Berichts. Dieser wirft ein deutliches Licht auf die Probleme, die sich aus der Perspektive einer koordinierten Durchführung der Geldpolitik stellen. Wenn die Ansichten auch über gewisse zur Wahl gestellte Möglichkeiten auseinandergelassen, so ist es die Aufgabe der Experten, diese Unterschiede klar darzustellen, und dies

ist getan worden. Es liegt nun an den Stellvertretern und den Präsidenten, zu beurteilen, wie weit die Standpunkte einander angenähert werden können.

Was die Analyse der jüngsten Entwicklungen angeht, so schliessen sich die Stellvertreter weitgehend den Experten an. Drei Punkte sind zu kommentieren: Wachstum, Inflation und Leistungsbilanzungleichgewichte.

Das stetige Wachstum in der Gemeinschaft im Jahr 1988 hat die optimistischsten Erwartungen übertroffen. Dies gilt namentlich für Deutschland, wo die Gesamtnachfrage deutlich schneller wächst als das geschätzte Produktionspotential. In diesem Sinne wäre eine Verlangsamung des Nachfragewachstums 1989 nicht unerwünscht und würde eine Lockerung der Geldpolitik nicht hinreichend rechtfertigen. Es wurde darauf hingewiesen, dass die rasche Zunahme der Investitionen zur Erweiterung des Produktionspotentials beitragen sollte; ohne die Gültigkeit dieses Arguments zu leugnen, wies der deutsche Stellvertreter darauf hin, dass diese Entwicklung Zeit brauche und dass inzwischen die Verkürzung der Arbeitszeit gegen sie arbeite.

Hinsichtlich der Inflation ist es bemerkenswert, dass das Wirtschaftswachstum sich in den Ländern, die am EWS-Wechselkursmechanismus teilnehmen, beschleunigt hat, ohne dass auf dem Gebiet der binnenwirtschaftlichen Stabilität nennenswerte Opfer gebracht werden mussten. Ausserhalb dieses Mechanismus freilich sehen sich einige Länder relativ starkem Inflationsdruck gegenüber.

Nach Ansicht der Stellvertreter sind die Leistungsbilanzungleichgewichte innerhalb der EG zur Zeit die Hauptsorge. Die Vorhersagen lassen 1989 kaum eine nennenswerte Verminderung dieser Ungleichgewichte erhoffen. Dieser Faktor ist für die Entscheidung über die Ausrichtung der Geldpolitik von besonderer Wichtigkeit.

Was die dritte von den Stellvertretern geprüfte Frage betrifft, haben sie zunächst vermerkt, dass der mögliche Beitrag der Finanzpolitik zu einer besseren Konvergenz, insbesondere hinsichtlich der Zahlungsbilanz, sehr beschränkt sein wird. Auf die von der Mehrheit der Experten in diesem Bericht geäusserte Kritik der in zwei Mitgliedsländern ergriffenen finanzpolitischen Massnahmen haben die betroffenen Stellvertreter geantwortet. So ist für den deutschen Stellvertreter die für 1989 vorgesehene Erhöhung der indirekten Steuern nicht zu trennen von der für das folgende Jahr vorgesehenen Senkung der direkten Steuern. Der britische Stellvertreter hob hervor, dass zu Unrecht der Finanzpolitik die Schuld für das Hochschnellen der Inlandsnachfrage in Grossbritannien gegeben werde (es sei daran zu erinnern, dass der öffentliche Haushalt einen deutlichen Überschuss ausweist); vielmehr

sei die Ursache in der aus wohlbekanntem Gründen in den letzten Monaten von 1987 und Anfang 1988 vorgenommenen Lockerung der Geldpolitik zu sehen. Die in der Folge beobachtete Verschärfung der Geldpolitik sei daher eine angebrachte Reaktion gewesen.

Der Bericht schlägt dann eine Differenzierung der Geldpolitik zwischen den Ländern, die am EWS-Wechselkursmechanismus teilnehmen, je nach ihrer Zahlungsbilanzsituation vor sowie eine differenzierte Reaktion, je nachdem, ob der Dollarkurs ansteigt oder fällt. In der Diskussion der Stellvertreter konnte keine Annäherung der unterschiedlichen Standpunkte, die zu diesem Punkt von den Experten geäußert wurden, erzielt werden. Insbesondere ist von deutscher Seite die Annahme geäußert worden, dass im Falle eines Anziehens des Dollars die Erhöhung der Zinssätze in Deutschland die geeignete Reaktion sein könnte, während im Falle eines Kursrückgangs des Dollars kaum ein Sinken der Zinssätze zu erwarten wäre, sondern vielmehr Interventionen, soweit deren Auswirkungen auf die Liquidität im Inland auf anderem Wege neutralisiert werden könnten. Andere Stellvertreter wiesen darauf hin, dass die Situation ihres Landes, und die der ganzen EG, eine Verschärfung der Geldpolitik nicht rechtfertige.

Da sie sich nicht im voraus auf eine koordinierte geldpolitische Strategie einigen konnten, räumen die Stellvertreter die Notwendigkeit ein, in flexibler Weise auf die möglicherweise eintretenden Entwicklungen zu reagieren und damit auch eine gewisse Kontinuität der gemeinsamen Überwachung der Geldpolitik sicherzustellen. Es wurde auch betont, dass die Bundesbank ihr Augenmerk nicht nur auf die Gefahren einer Aufblähung der Liquidität richten sollte, sondern auch auf die Gegenposten einer etwaigen Aufblähung. Wenn sie beispielsweise auf Kapitalzuflüsse zurückzuführen sei, so wäre es kaum angezeigt, darauf mit einer Erhöhung der Zinssätze zu reagieren.

Was den Vorschlag angeht, mit der Veröffentlichung der Geldmengenziele für 1989 einen Ankündigungseffekt zu verbinden, indem auf die Arbeiten des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten hingewiesen wird, so können ihn die Stellvertreter unter den derzeitigen Umständen kaum befürworten. Ganz abgesehen von den institutionellen Problemen, die dieser Vorschlag in einigen Ländern aufwerfen würde, sind die Stellvertreter der Meinung, dass er in einem Umfeld, in dem bedeutende Meinungsunterschiede hinsichtlich der angezeigten Orientierungen nicht behoben werden konnten, der Glaubwürdigkeit ermangeln würde. Für die Zukunft schliessen die Stellvertreter jedoch die Idee einer öffentlichen und gemeinsamen Darlegung der Orientierungen, die

Gegenstand eines echten Konsens unter den Währungsbehörden wären, nicht aus.

C. Diskussion des Ausschusses

Herr Duisenberg ist mit dem Urteil der Stellvertreter über den Bericht Nr. 33 einverstanden; dieser biete eine ausgewogene Analyse der wirtschaftlichen und monetären Entwicklungen in der Gemeinschaft und der sich stellenden Probleme. Der Bericht konzentriere sich in nützlicher Weise auf die Koordinierung der Geldpolitik und die mangelnde Konvergenz, allerdings lege er vielleicht zuviel Gewicht auf die Vergangenheit und zu wenig auf die Zukunft. Die Gruppe sollte vermehrt zukunftsorientiert sein und geeignete mögliche Korrekturmassnahmen vorschlagen; sie könnte aufzeigen, wie die Geldpolitik in den Mitgliedsländern zum Desinflationsprozess und zur Wiederherstellung der aussenwirtschaftlichen Gleichgewichte beitragen könnte. Beispielsweise könnten die Experten über die für 1989 wünschbaren Geldmengenziele diskutieren, einschliesslich der im Mandat genannten Zielvorgabe für die Expansion des Inlandskredits.

Der Bericht unterstreiche, dass die Geldmengenexpansion in den meisten EG-Ländern lebhaft gewesen sei, vor allem in den letzten Monaten, und dass diese Entwicklung hauptsächlich der starken Zunahme der Bankkredite an den Privatsektor zuzuschreiben sei, die sich im Zusammenhang mit einer sehr aktiven Inlandsnachfrage entwickle. Auf der anderen Seite sei die durchschnittliche Teuerungsrate für die Gemeinschaft gestiegen und habe im August 5 % erreicht. Man müsse daher hinsichtlich der Geldmengenziele Entschlossenheit zeigen, aber den binnen- und aussenwirtschaftlichen Gegenposten der Geldschöpfung mehr Aufmerksamkeit schenken.

In mehr allgemeiner Hinsicht wären einige Bemerkungen anzubringen. 1989 werde das Wirtschaftswachstum in einigen Ländern kräftig bleiben, während in anderen Ländern die Löhne merklich steigen werden. Es werde daher eine offensichtliche Gefahr erneuten Inflationsdrucks bestehen, der mit geldpolitischen Massnahmen so rasch als möglich bekämpft werden sollte, um zu vermeiden, dass die Produktionskapazitäten sich erschöpften, und um den Liquiditätsüberhang zu vermindern. Und schliesslich sei eine deutliche Werteinbusse des Dollars, die Spannungen im EWS auslöst, nicht auszuschliessen; dann werde man rasch zinspolitische Massnahmen ergreifen und das Zinsgefälle in angemessener Weise verstärken müssen.

Herr Ciampi schliesst sich den bisherigen Beurteilungen der Qualität der von der "Raymond-Gruppe" vorgelegten Arbeit an. Die im Gang befindliche Liberalisierung des Kapitalverkehrs in der Gemeinschaft bringe Gefahren mit sich, wenn man nicht gleichzeitig Fortschritte bei der Durchführung der Geldpolitik mache. Überdies dürfe letztere nicht rein national ausgerichtet sein, sondern müsse auch auf die Lage der Partner Rücksicht nehmen. Selbstverständlich dürften Studien sich nicht auf rückblickende Kommentare beschränken und Vergangenes kritisieren, sondern sie müssten in die Zukunft sehen. Ein solcher Ansatz, den Italien schon befürwortet habe, sollte von allen unabhängig von dem schon erreichten Grad der Liberalisierung des Kapitalverkehrs verfolgt werden. Die "Raymond-Gruppe" sollte vermehrt die von Herrn Duisenberg gewünschte Richtung einschlagen, d.h. sie sollte Angaben, Koordinierungsmöglichkeiten für die Zukunft liefern.

Auf Verfahrensebene schlage er vor, das der "Raymond-Gruppe" erteilte neue Mandat zu bestätigen und wenn möglich seinen auf die Zukunft gerichteten Teil zu verstärken.

Herr Pöhl hält den Bericht Nr. 33 für eine ausgezeichnete Analyse der Lage und der sich stellenden Probleme. Die Experten schienen etwas pessimistisch, wenn sie meinten, der Anpassungsprozess sei zum Stillstand gekommen, namentlich was die Vereinigten Staaten betreffe. Die amerikanischen Kollegen seien nämlich der Meinung, dass der Abbau des Defizits ihres Landes weitergehe, wenn vielleicht auch in einem langsameren Tempo. In der Tat sei in den bilateralen Beziehungen zwischen den Vereinigten Staaten und Deutschland seit Anfang 1988 ein Rückgang von rund 13 % der deutschen Exporte und ein Zuwachs in etwa der gleichen Grösse der deutschen Importe festzustellen. Das Problem stelle sich offensichtlich innerhalb der EG: Seit Anfang 1988 hätten die Exporte Deutschlands in die Partnerländer, insbesondere Italien und Frankreich, viel rascher als die deutschen Importe aus anderen Mitgliedsländern zugenommen. Das Problem werde daher eher grösser; es sei um so besorgniserregender, als die Wachstumsmöglichkeiten der Inlandsnachfrage in Deutschland begrenzt seien.

Man müsse sich daher fragen, wie diese Ungleichgewichte zu korrigieren seien, ohne zu vergessen, dass die Wechselkursanpassungen nur als allerletztes Mittel eingesetzt werden sollten und ohnehin nur bescheiden sein könnten. Bisher habe die Zunahme des deutschen Handelsbilanzüberschusses keine Probleme geschaffen, denn sie sei durch den Kapitalverkehr ausgeglichen worden. Möglicherweise würden sich bei anderen Wechselkurserwartungen die



Kapitalströme umkehren, wie dies seit einiger Zeit beobachtet werde. Sollte eine solche Veränderung anhalten oder sich verstärken, würde es unausweichlich zu Spannungen im EWS kommen. Bei einer Erweiterung des Zinsgefälles bestehe die Gefahr, dass sie nicht genüge, und es sei daher besser, dafür zu sorgen, dass die deutschen Kapitalausfahrten in Länder gelangten, deren Währungen schwach seien. Diese Länder sollten in der Tat eine Politik betreiben, die Kapital anzieht. Das Beispiel Italiens sei in dieser Hinsicht durchaus schlüssig: Die Liberalisierung des Kapitalverkehrs habe nicht zu Kapitalabflüssen, sondern im Gegenteil zu Zuflüssen geführt, die einen Vertrauensbeweis darstellten. Diese Art Politik, die darauf ziele, das Land für ausländisches Kapital attraktiv zu machen, sei die einzige fortschrittliche Lösung, da der erzielte Zusammenhalt von nun an bedeutende Paritätsänderungen ausschliesse.

Herr Pöhl vermerkt, dass die EG-Länder mit der höchsten Teuerung und den grössten Leistungsbilanzdefiziten nicht am EWS-Wechselkursmechanismus teilnehmen. Die Zugehörigkeit zu diesem Mechanismus übe eine disziplinierende Wirkung aus, die einer besseren Konvergenz förderlich sei. Es handle sich hier um eine Situation, die vielleicht eine vertiefte Untersuchung wert wäre.

Herr de Larosière legt einige Bemerkungen und einen Vorschlag zur Methode vor. Das Ausmass der Leistungsbilanzungleichgewichte sei zur Zeit ein wichtiger Faktor. Die Existenz von Überschüssen oder Defiziten in einem regionalen Ganzen wie der Gemeinschaft sei nicht abnormal, aber das Ausmass dieser Ungleichgewichte, beispielsweise ein Überschuss, der 4 % des BIP entspreche, und ihr alljährliches Auftreten werfe ein Problem auf. Die Geldpolitik der EG-Länder könne von dieser grundlegenden Feststellung nicht unbeeinflusst bleiben. So sollten die Länder mit grossem Überschuss und niedriger Teuerung nicht eine Verschärfung ihrer Geldpolitik in Betracht ziehen, sie sollten vielmehr an eine leichte Lockerung denken, vor allem, wenn der Dollar nachgeben sollte. Im übrigen könne man die restriktive Haltung der Finanzpolitik der Bundesrepublik Deutschland im Jahr 1989 nur bedauern. Die strukturellen Gründe für eine Erhöhung der indirekten Steuern seien ja verständlich, aber die Entscheidung laufe der Konjunktur völlig zuwider.

Die Inflationsgefahren in den Ländern der zweiten Gruppe, wie sie von Herrn Raymond aufgeführt worden seien, müssten diese Länder zu sehr grosser Wachsamkeit hinsichtlich ihrer Nachfragesteuerungspolitik veranlassen. Dies gelte sowohl für die Finanzpolitik als auch für die Geldpolitik, und

dies heisse beispielsweise, dass die Zinssätze auf einem relativ hohen Stand zu halten seien. In Frankreich entwickelten sich die eng definierten Geldmengenaggregate in recht befriedigender Weise, aber die Kreditexpansion, in der Grössenordnung von 11 %, sei zu stark und erfordere die Weiterführung einer wachsam und strengen Geldpolitik.

Was den Dollar betreffe, so dürfe man die internationalen Aspekte seiner Entwicklung keinesfalls ausser acht lassen. Solange die amerikanische Haushaltspolitik nicht in nennenswerter Weise den Druck der Inlandsnachfrage gemildert habe, würde eine starke Abwertung des Dollars, im derzeitigen Kontext einer sehr hohen Ausnutzung der Produktionskapazitäten in den USA, die inflationären Spannungen in diesem Land nur verstärken und die Zahlungsbilanz nicht verbessern. Überdies sollten die Zinssätze in den USA angehoben werden, und eine solche Erhöhung, die zweifellos in einem stagflationären Umfeld erfolgen würde, hätte negative Folgen für die dritte Welt und das gesamte internationale Währungssystem. Ein überstürzter Kursrückgang des Dollars könnte sich auch störend auf das EWS auswirken. Alle diese Gründe führten zum Schluss, dass es Pflicht der Notenbankpräsidenten sei, eher nach Stabilität des Dollars zu trachten.

Hinsichtlich des Vorschlags zur Methode erklärt Herr de Larosière zunächst, die "Raymond-Gruppe" habe eine sehr bemerkenswerte Arbeit vorgelegt. Wie schon die Herren Duisenberg und Ciampi gesagt hätten, müssten die Experten ermuntert werden, in ihren Ratschlägen und Analysen zur Geldpolitik und ihrer Koordinierung noch präziser zu werden. Je genauer und je mehr auf die Zukunft gerichtet der Ausblick sei (vielleicht wären verschiedene geldpolitische Szenarien für die verschiedenen Länder zu entwerfen), desto hilfreicher wäre er für die Notenbankpräsidenten, um ihren Behörden oder Beratern die Interaktionsaspekte auf europäischer Ebene bewusst zu machen.

In diesem Sinne könnte der Arbeitsplan der Gruppe abgeändert werden. Der in diesem Jahr eingeführte November-Bericht sei absolut zweckmässig, denn er ermögliche es den Notenbankpräsidenten, bei der Vorbereitung der geldpolitischen Entscheidungen von den Analysen der Experten zu profitieren. Hingegen komme der Mai-Bericht etwas spät, um das Vorjahr zu prüfen, dessen Ergebnisse im März bekannt seien, und etwas zu früh, um einen guten Überblick über das erste Halbjahr zu vermitteln. Man könnte daher einerseits für März oder vielleicht April einen eher knappen Bericht erstellen, der im wesentlichen die Ergebnisse des abgelaufenen Jahres analysieren würde, andererseits für Juli einen Bericht, der eine Prüfung der Lage zur Jahres-

mitte ermöglichen würde. Vorbehaltlich einer Berichtigung durch Herrn Raymond könnte für den März-Bericht eine Sitzung der Experten genügen anstatt der jetzigen zwei für den Mai-Bericht, und man könnte bei der gleichen Gesamtzahl der Sitzungen bleiben.

Herr Rubio bezieht sich auf die Bemerkung von Herrn Pöhl über die derzeitige Verbesserung der Anpassung zwischen den Vereinigten Staaten und Deutschland. Halte diese Entwicklung an, so würden sich die Leistungsbilanzdefizite in mehreren EG-Ländern vergrössern. Eine solche Verschlechterung durch eine Erhöhung der Kapitaleinfuhren auszugleichen, sei nun aber bestimmt keine gute Lösung und könne zu noch grösseren Problemen in der Zukunft führen. Man könne zwar eine Geldpolitik betreiben, die genügend Kapital ins Land ziehe, aber man könne daraus nicht ein Dauerverfahren machen. Da ja die Leistungsbilanzüberschüsse gewisser Länder struktureller Natur seien, müssten die Partner mit einem Defizit eine restriktive Politik und damit hohe Zinssätze während so langer Zeit beibehalten, bis schliesslich die Märkte irgendwann zur Ansicht gelangten, die einzige Lösung sei eine bedeutende Änderung der Paritäten, und in diesem Sinne Druck ausübten.

Herr Raymond dankt den Zentralbankpräsidenten für ihre Komplimente. Er werde sie seinen Kollegen übermitteln und namentlich auch an das Sekretariat des Ausschusses weitergeben, das bei der Ausarbeitung der Berichte beachtliche Arbeit leiste.

Das Verlangen der Zentralbankpräsidenten, die Experten sollten in ihren Vorschlägen für die Zukunft präziser sein, entspreche einer durchaus wünschenswerten Entwicklung der Arbeiten der Gruppe; sie setze natürlich voraus, dass sich die Experten sehr deutlich über die Lage ihres eigenen Landes und jene der Partner äusserten; hoffentlich gelange man bald zu konkreterer gegenseitiger Kritik. Was den Zeitplan der Arbeiten betreffe: Wenn man sowohl den Schwerpunkt auf der Zukunft als auch den Wunsch der Notenbankpräsidenten berücksichtige, die geldpolitische Strategie ausserhalb der monatlichen "Überwachung" öfter zu überprüfen, könnte man dem Vorschlag von Herrn de Larosière zustimmen. So würde im März, wenn die Ergebnisse des Vorjahres bekannt seien, ein Bericht sozusagen den November-Bericht, der nur zuverlässige Voraussagen für das laufende Jahr gebe, auf den neusten Stand bringen. Ferner könnte man im März-Bericht die Daten darlegen, aufgrund derer die Zentralbanken ihre Ziele für 1989 festgelegt haben und an welche Entwicklung des Kredits, der verschiedenen Geldmengenaggregate und der Zinssätze sie denken. Man würde so eine Grundlage schaffen, auf der man

im November 1989 die Arbeit in Form von Prognosen wieder aufnehmen könne, denn es stimme, dass die Experten im November 1988 nichts zur Entwicklung der Geldmengen und des Kredits in den Mitgliedsländern im Jahr 1989 sagen. Ein solcher Ansatz setze voraus, dass die Zentralbankpräsidenten ihren Experten entsprechende Anweisung geben, damit diese so offen und präzise als möglich seien.

Im Juli könnte in der Tat ein Bericht die Lage zur Jahresmitte darlegen, während man im Mai erst das erste Quartal kenne; die Erfahrung habe gezeigt, vor allem im Juli 1988, dass die Lage und die Beurteilungen zu diesem Zeitpunkt ganz anders als im November 1987 waren.

Herr Raymond erklärt, die verschiedenen Pläne der Notenbankpräsidenten erschwerten die Arbeiten der Expertengruppe nicht; er hätte jedoch gerne einen Kredit für fünf Arbeitssitzungen, denn es könnte vielleicht schwierig werden, mit nur vier Sitzungen auszukommen.

Herr Duisenberg kommt auf das Problem der Leistungsbilanzungleichgewichte zurück. Die Geldpolitik könne zur Milderung dieser Ungleichgewichte beitragen, aber sie könne nicht alles machen, und die Kapitalströme könnten nicht unbegrenzt für einen Ausgleich sorgen. Auch die Finanzpolitik habe eine wichtige Rolle zu spielen. Zum Verharren dieser Ungleichgewichte trügen auch die verschiedenen Subventionen und Beihilfen bei, mit denen die EG-Länder Ausfuhren fördern. In diesem Bereich herrsche keine Einheitlichkeit, und die Kommission sollte sich mit diesem Faktor befassen.

Herr Leigh-Pemberton weist darauf hin, dass in den meisten EG-Ländern das Wachstum stark ist, insbesondere bei den Investitionen, was weitgehend zum Leistungsbilanzüberschuss Deutschlands beigetragen habe. Die für 1989 in Europa und in der ganzen Welt vorhergesehene Verlangsamung sollte zu einer gewissen Korrektur der Leistungsbilanzungleichgewichte führen, und vielleicht sollte man nicht gar zu pessimistisch sein.

Was den Arbeitsplan der "Raymond-Gruppe" betreffe, erklärt sich Herr Leigh-Pemberton mit der Erarbeitung von drei Berichten pro Jahr einverstanden; er hält fest, der April wäre zwar für Grossbritannien besser - denn dann sei der Haushaltsplan festgelegt -, aber er ziehe den März vor, da die Zentralbankpräsidenten im April oft wegen Sitzungen des Rats der Wirtschafts- und Finanzminister oder des IWF unter Zeitdruck stünden.

Der Vorsitzende schliesst die Diskussion mit der Feststellung, dass der Ausschuss den Vorschlägen zu den Schwerpunkten der nächsten Berichte der "Raymond-Gruppe" und zum Terminplan für die drei Berichte pro Jahr zustimmt.

V. Weitere Fragen innerhalb der Zuständigkeit des Ausschusses

Es liegen keine weiteren Fragen vor.

VI. Zeit und Ort der nächsten Sitzung

Die nächste Sitzung findet am Dienstag, dem 13. Dezember 1988, um 10 Uhr in Basel statt.

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

---

September und Oktober

---

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 September, Oktober und während der ersten Novembertage 1988.

I. ENTWICKLUNG DER WECHSELKURSE

Im September und Oktober 1988 war das Geschehen an den Devisenmärkten von folgenden Hauptmerkmalen geprägt:

- einem starken Kursrückgang des US-Dollars im Oktober, wobei die Abwertung gegenüber dem japanischen Yen besonders kräftig ausfiel;
- einer kurzen Zeit der Nervosität im EWS Anfang September, die zu keinen grösseren Spannungen führte.

Nach einer anfänglichen Abschwächung zu Beginn des Monats September festigte sich der US-Dollar im weiteren Verlauf des Monats gegenüber den meisten wichtigen Währungen. Zugute kamen ihm dabei die Veröffentlichung der US-Handelsstatistik für Juli und die Erwartung, dass jegliches Anzeichen einer Überhitzung der Wirtschaft zu höheren US-Zinssätzen führen würde.

---

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

Ferner wurden das Schlusskommuniqué des Berliner Gipfeltreffens und dessen Kommentierung durch amtliche Stellen von einigen Leuten dahingehend interpretiert, dass die Währungsbehörden der Siebenergruppe ein weiteres Ansteigen des Dollarkurses dulden würden. Gegen Ende des Monats verkauften die US-Behörden im Rahmen konzertierter Interventionen Dollar gegen D-Mark, wodurch sich wieder die vorherige Ansicht verbreitete, dass die Währungsbehörden sich einem weiteren Kursanstieg des Dollars widersetzen würden. Von Ende September an verlor der Dollar an Boden. Diese Tendenz wurde gefördert durch verschiedene Anzeichen, dass die US-Wirtschaft weniger rasch expandierte, als man geglaubt hatte, und dass sich somit der Aufwärtsdruck auf die US-Zinssätze legen könnte. Die Haltung des Marktes gegenüber dem Dollar wurde immer negativer, als Besorgnisse über das langsame Tempo der ausenwirtschaftlichen Anpassung wieder auflebten. Als der Dollar Ende Oktober unter starken Abgabedruck kam, kauften die US-Behörden Dollars gegen Yen, um den Kursrückgang des Dollars zu bremsen. Der Dollar notierte am Schluss des zweimonatigen Berichtszeitraums gegenüber den europäischen Währungen um durchschnittlich 5 % und gegenüber dem Yen um 8,6 % niedriger.

Im EWS bildete sich Anfang September zum zweiten Mal in diesem Jahr eine gewisse Nervosität heraus, doch liess die Spannung bald nach. In der Folge kam es zu einigen Veränderungen der relativen Position der Währungen, wobei im wesentlichen die D-Mark das obere Ende des Kursbandes erklimmte, während der französische Franc an das untere Ende der engen Schwankungsbreite abrutschte.

Die D-Mark hat sich gegenüber fast allen Währungen weiter befestigt. Am stärksten ausgeprägt war der Kursanstieg gegenüber dem US-Dollar, wo er sich auf 5,7 % belief. In der zweiten Septemberhälfte wurde diese Entwicklung vorübergehend unterbrochen, als auf die Abwärtsbewegung des Dollars ein Wiederanstieg folgte. Nach einer konzertierten Interventionsaktion wurde der Anstieg jedoch gegen Ende September gestoppt. Im Oktober befestigte sich dann die D-Mark deutlich. In der zweiten Oktoberhälfte erreichte der gewogene Aussenwert der D-Mark gegenüber den EWS-Währungen die höchsten je verzeichneten Werte; insgesamt (gegenüber 14 wichtigen Industrieländern) lag der Aussenwert der D-Mark aber noch um rund 3 % unter den Höchstwerten von Anfang des Jahres.

Der französische Franc stand im Berichtszeitraum zeitweise unter Druck. Als Folge von Gerüchten über eine Leitkursanpassung im Zusammenhang mit der Aufhebung der italienischen Devisenkontrollen schwächte sich der

Franc Anfang September gegenüber der D-Mark ab. Die Erklärung der französischen und deutschen Währungsbehörden, die Notwendigkeit einer Leitkursanpassung sei nicht gegeben, bremste jedoch diese Tendenz. Als aber Ende September ein bedeutendes Handelsbilanzdefizit für August bekanntgegeben wurde (FF 9 Mrd.) und anschliessend - Anfang Oktober - soziale Konflikte auftraten, kam es zu neuem Druck auf den französische Franc, da insbesondere Gebietsansässige bewogen wurden, die Termindeckung ihrer kommerziellen Transaktionen zu beschleunigen. Der Anstieg des DM-Kurses, der von einer Erhöhung der kurzfristigen französischen Zinssätze begleitet war, machte im folgenden das Eingehen von Währungspositionen kostspieliger und liess die Spannungen abklingen. Danach begünstigten die Beruhigung des sozialen Klimas und die Bekanntgabe eines Handelsbilanzüberschusses von FF 0,4 Mrd. für September Franc-Käufe Gebietsfremder.

Der belgische Franc blieb relativ stabil. Die Banque Nationale de Belgique intervenierte in den ersten beiden Septemberwochen ab und zu am Markt, vor allem mit Käufen. Viermal konnte sie den Satz für Dreimonats-Schatzwechsel senken. Dieser beträgt derzeit 7,25 %, was einem Rückgang von 0,35 % in den letzten beiden Monaten entspricht.

Der holländische Gulden konnte sich im September gegenüber der D-Mark dank einem etwas grösseren Gefälle bei den kurzfristigen Zinsen leicht verbessern. Im weiteren Verlauf stieg er im EWS im Gefolge der fester notierenden D-Mark weiter an.

Die dänische Krone gab leicht auf ein knapp unterhalb der Mitte des EWS-Kursbandes liegendes Niveau nach. Die Abschaffung der in Dänemark noch verbliebenen Kapitalverkehrskontrollen mit Wirkung vom 1. Oktober blieb auf dem Devisenmarkt ohne Auswirkungen.

Das irische Pfund verharrte im September relativ ruhig am oberen Rand des EWS-Bandes, wobei beständige, geringe Nettozuflüsse von Kapital zu verzeichnen waren. Im Oktober gab das irische Pfund innerhalb des Bandes jedoch leicht nach; es reagierte damit auf Devisenabflüsse, die zu Devisenabgaben der Central Bank of Ireland führten. Gegen Ende des Monats wurde eine vollständige Liberalisierung der Anlagen in mittel- und langfristigen Wertpapieren mit Wirkung ab 1989 angekündigt.

In der ersten Septemberhälfte wurde die italienische Lira durch beträchtliche kurzfristige Kapitalabflüsse geschwächt, die durch Erwartungen einer Leitkursanpassung im EWS motiviert waren und die die Banca d'Italia veranlassten, mit beträchtlichen Devisenverkäufen zu intervenieren. Seit



Mitte September und während des ganzen Monats Oktober bewirkte die Beruhigung der Wechselkurswartungen beträchtliche Kapitalzuflüsse und ermöglichte ein Wiederaufstocken der Währungsreserven, während sich die Lira im EWS leicht verbesserte.

Das Pfund Sterling erholte sich mit Hilfe bescheidener Interventionen von einem nicht besonders guten Anfang im September und genoss eine Zeitlang Stabilität, begann sich dann aber wegen der Nervosität über die Handelsbilanzzahlen vom August abzuschwächen. Das Ergebnis (veröffentlicht am 27. September) fiel schliesslich weniger schlecht aus als befürchtet, und das Pfund gewann wieder kräftig an Boden. Als der Finanzminister einen baldigen Rückgang der britischen Zinssätze ausschloss, notierte das Pfund im Oktober fest, bis sich vor dem Bekanntwerden der Handelsbilanzergebnisse vom September wieder Zahlungsbilanzsorgen ausbreiteten. Wiederum waren die Zahlen (ein Leistungsbilanzdefizit von £ 560 Mio.) besser als erwartet, und das Pfund erholte sich gut und notierte am Monatsende fest. Über beide Monate gesehen stieg das Pfund gegenüber dem US-Dollar im Kurs an, blieb aber gegenüber den anderen europäischen Währungen stabil. Der Index des gewogenen Aussenwerts des Pfund Sterling erhöhte sich um 0,8 % auf 76,4 (1975 = 100).

Die griechische Drachme legte gegenüber dem US-Dollar 4,0 % zu, gegenüber der ECU büsste sie 1,8 % ein. Ihr gewogener Aussenwert ging im September um 0,4 %, im Oktober um 1,0 % zurück.

In den ersten Septembertagen büsste die spanische Peseta kräftig an Wert ein, so dass die Banco de España mit Verkäufen intervenierte. Während des restlichen Zeitraums befestigte sie sich jedoch stetig unter dem Einfluss des wachsenden, positiven Zinsgefälles. Per saldo notierte die Peseta gegenüber der ECU um 0,1 % und gegenüber dem Dollar um 6,0 % höher. Die Banco de España erhöhte am 23. September ihren Tagesgeldinterventionssatz um 1 Prozentpunkt und am 26. September ihren Satz für dreimonatige Pensionsgeschäfte.

Der portugiesische Escudo fiel in den beiden Monatsmonaten im gewogenen Mittel um 0,45 %, d.h. um 0,25 % im September und 0,2 % im Oktober. Dies entsprach den Zielvorgaben der Behörden. Gegenüber dem US-Dollar festigte sich der Escudo um 5,5 %.

Der Schweizer Franken gewann gegenüber dem US-Dollar 5,75 % und auf exportgewichteter Basis knapp 1 % an Wert. Gegenüber allen anderen Währungen setzte sich die monatelange Frankenschwäche bis Ende Oktober fort. An manchen Tagen stieg die DM/sfr-Rate vorübergehend bis auf Fr. 85,-.

In der letzten Oktoberwoche, als der Franken in Relation zu den meisten Währungen stärker wurde, schien sich eine Umkehr des Trends anzudeuten.

Der österreichische Schilling zeigte im Oktober eine Festigung gegenüber dem US-Dollar um knapp 6 %. Gegenüber der D-Mark schwankte der Schilling lediglich um 0,01 %. Spekulativen kurzfristigen Kapitalzuflüssen wurde durch Interventionen begegnet.

Die norwegische Krone gab in den ersten Septembertagen weiter nach, im späteren Verlauf des Monats trat jedoch eine Wende ein. Im Oktober war die Krone trotz schwankender Ölpreise recht stabil. Die relative Stabilität der Krone sowie eine mässige Expansion der Inlandskredite und eine geringere Teuerung ermöglichten es der Norges Bank, ihren Tagesgeldsatz mit Wirkung vom 24. Oktober nochmals um 0,4 Prozentpunkte auf 12,4 % zu senken. Das Zinsgefälle gegenüber den Korbwährungen ging während des Berichtszeitraums um über 100 Basispunkte auf weniger als 4 Prozentpunkte zurück. Im gewogenen Durchschnitt gab die Krone um 0,3 % nach.

Die schwedische Krone festigte sich Mitte September im Gefolge der Parlamentswahlen um rund 1 Prozentpunkt. Gleichzeitig zeigten die kurzfristigen Zinsen eine nachgebende Tendenz, so dass sich die Riksbank gezwungen sah, am Devisen- und am Geldmarkt zu intervenieren. Im Oktober notierte die Krone, unberührt von einem kräftigen Rückgang der langfristigen Marktzinsen, recht stabil, und es wurde darüber spekuliert, ob Schweden demnächst seine Devisenkontrollen weiter lockern werde.

Die Finnmark notierte weiterhin schwankend, im gewogenen Aussenwert in einer engen Bandbreite um den Währungsindexstand 102. Die inländischen kurzfristigen Zinssätze stiegen um rund 1 %.

Nachdem der japanische Yen am 1. September einen Jahrestiefstand von 136,80 Yen für 1 Dollar (Basis: Markt Tokio) erreicht hatte, legte er 8,0 % zu und erreichte am 31. Oktober ein Kursniveau von Yen 125,00. Der kräftige Wertzuwachs des Yen, der Anfang September begann und den ganzen Monat Oktober anhielt, war weitgehend auf eine Verstärkung der günstigen Einschätzung der Währung zurückzuführen. Darin spiegelten sich die niedrigeren Ölpreise und die verschiedenen Wirtschaftsindikatoren (einschl. der Arbeitslosenstatistik) wider, die auf eine mögliche Wachstumsverlangsamung in der US-Wirtschaft hindeuteten. Gegenüber der ECU wertete sich der Yen um 3,3 % auf.

Der Kurs des kanadischen Dollars stieg im September und die meiste Zeit im Oktober auf ein Niveau oberhalb US-\$ 0,8325, hat sich seither

aber deutlich auf etwa US-\$ 0,8150 abgeschwächt. Auftrieb erhielt die Währung in ihrer Anstiegsphase durch den Zufluss ausländischen Anlagekapitals, der teilweise mit neuen Euroemissionen in kanadischem Dollar, einem Anziehen der kanadischen Zinsen als Reaktion auf den Inflationsauftrieb im Inland und mit der Ausweitung des Gefälles der kurzfristigen Zinsen gegenüber den USA zusammenhing. In der vergangenen Woche deuteten Ergebnisse von Meinungsumfragen darauf hin, dass die Oppositionsparteien unmittelbar vor den am 21. November stattfindenden Parlamentswahlen erheblich an Popularität gewinnen. Dies hat Zweifel aufkommen lassen, ob das Freihandelsabkommen zwischen den USA und Kanada ratifiziert wird, was wiederum den kanadischen Dollar stark unter Druck gesetzt hat.

## II. INTERVENTIONEN

### A. Interventionen in US-Dollar

Die Nettoverkäufe von US-Dollars durch die Zentralbanken beliefen sich im September auf US-\$ 3,9 Mrd., während es im Oktober Nettokäufe von US-\$ 2,6 Mrd. gab, verglichen mit Nettoabgaben in Höhe von US-\$ 21,5 Mrd. im Juli und August. Die Bruttokäufe betragen im September und Oktober zusammen US-\$ 5,7 Mrd. wobei als Hauptkäufer die Bank of Canada, die Banca d'Italia sowie - in geringerem Ausmass - die Banco de Portugal in Erscheinung traten. Die Bruttoverkäufe beliefen sich auf US-\$ 6,9 Mrd.; die wichtigsten Verkäufer waren die Banque de France und - im September - die Banca d'Italia sowie - weniger bedeutend - die Banco de España. Gegen Ende September beteiligte sich zudem eine Reihe von Zentralbanken an konzertierten Interventionen, bei denen US-Dollars verkauft wurden.

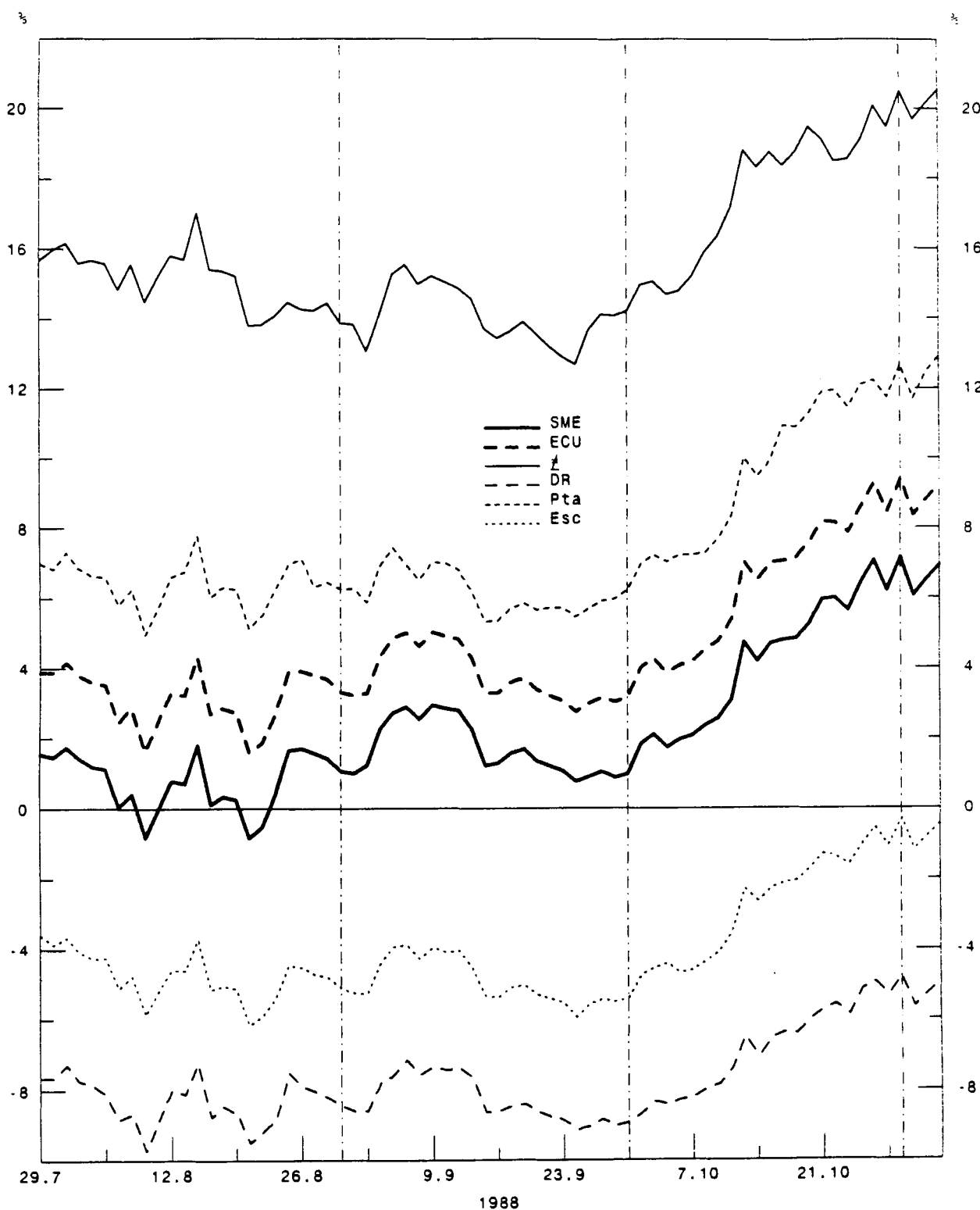
### B. Interventionen in Gemeinschaftswährungen und in privater ECU

Die Interventionen in EWS-Währungen und in ECU der EG-Zentralbanken summierten sich im September und Oktober umgerechnet auf US-\$ 5,0 Mrd. gegenüber US-\$ 5,7 Mrd. im Juli und August. Die Interventionen bestanden in der ersten Septemberhälfte aus DM-Verkäufen der Banca d'Italia, die sich im späteren Monatsverlauf umkehrten, und aus DM-Abgaben der Banque de France im Oktober.

III. ENTWICKLUNGEN IM LAUFENDEN MONAT BIS 4. NOVEMBER

Der hauptsächlich in Relation zum japanischen Yen bestehende Abwertungsdruck auf dem Dollar setzte sich fort, was die Federal Reserve und die Bank of Japan bewog, mit Dollarkäufen zu intervenieren. Nach der Veröffentlichung der amerikanischen Arbeitslosenstatistik für Oktober liess dann dieser Druck nach.

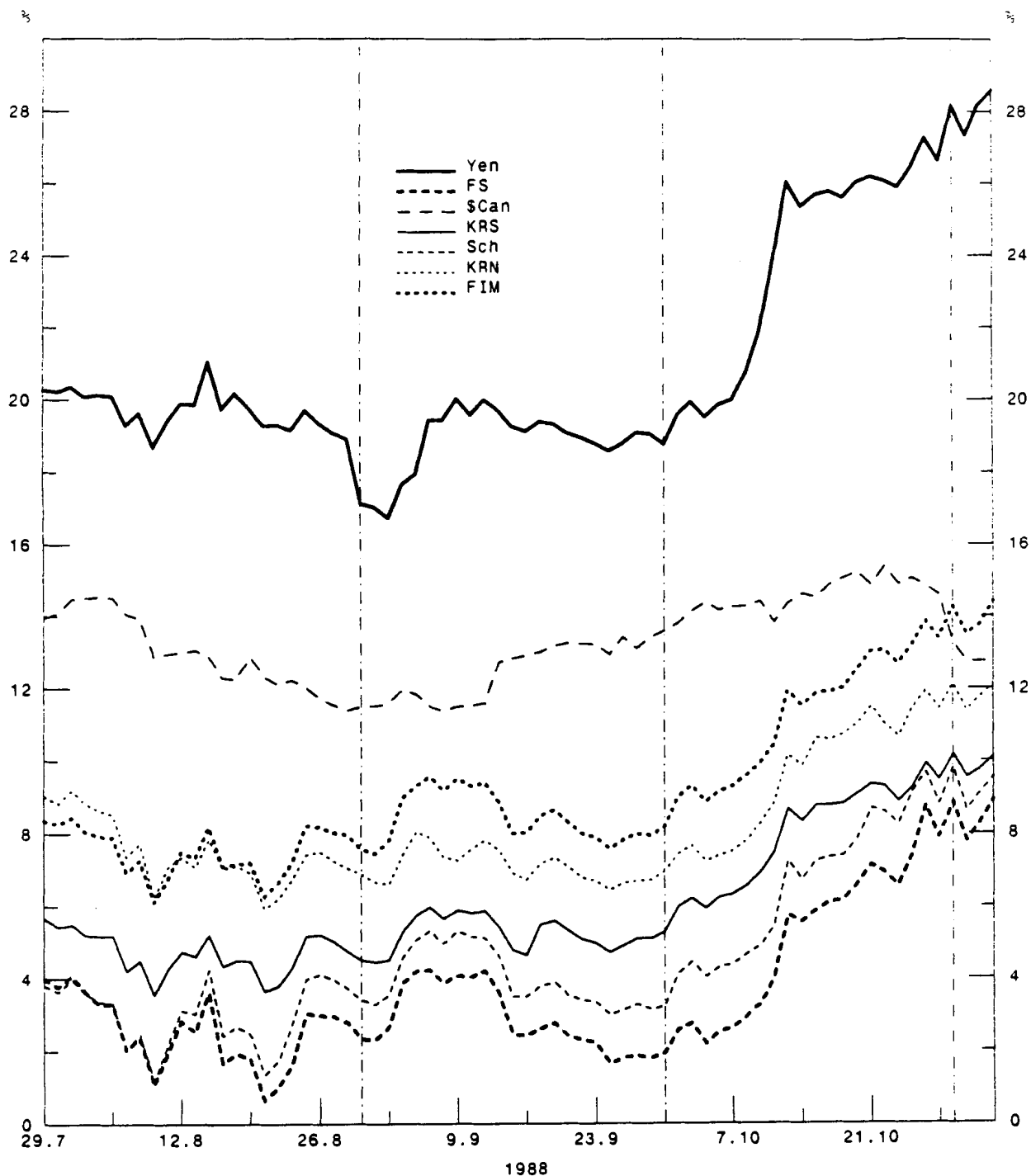
EVOLUTION DE L'ECU, DU COURS MEDIAN DES MONNAIES PARTICIPANT AU MECANISME DE CHANGE DU SME ET DES MONNAIES DES BANQUES CENTRALES DE LA CEE NE PARTICIPANT PAS A CE MECANISME, SUR LA BASE DES COURS RELEVES LE 31 DECEMBRE 1986 VIS-A-VIS DU SEU\*



\* Voir page suivante.

4.11.1988

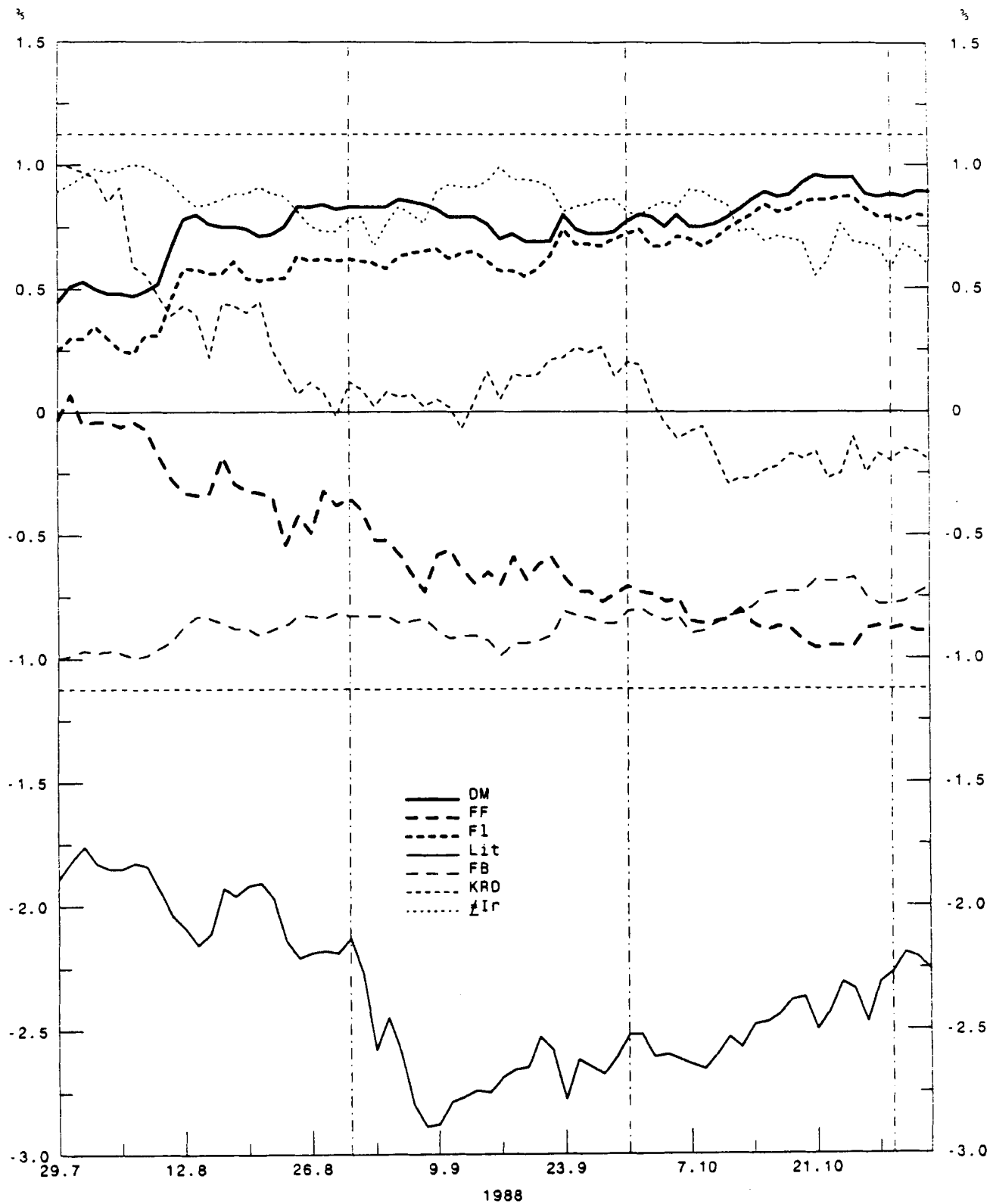
EVOLUTION DES MONNAIES DES BANQUES CENTRALES HORS CEE PARTICIPANT A  
LA CONCERTATION, SUR LA BASE DES COURS RELEVES LE 31 DECEMBRE 1986  
VIS-A-VIS DU \$EU\*



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

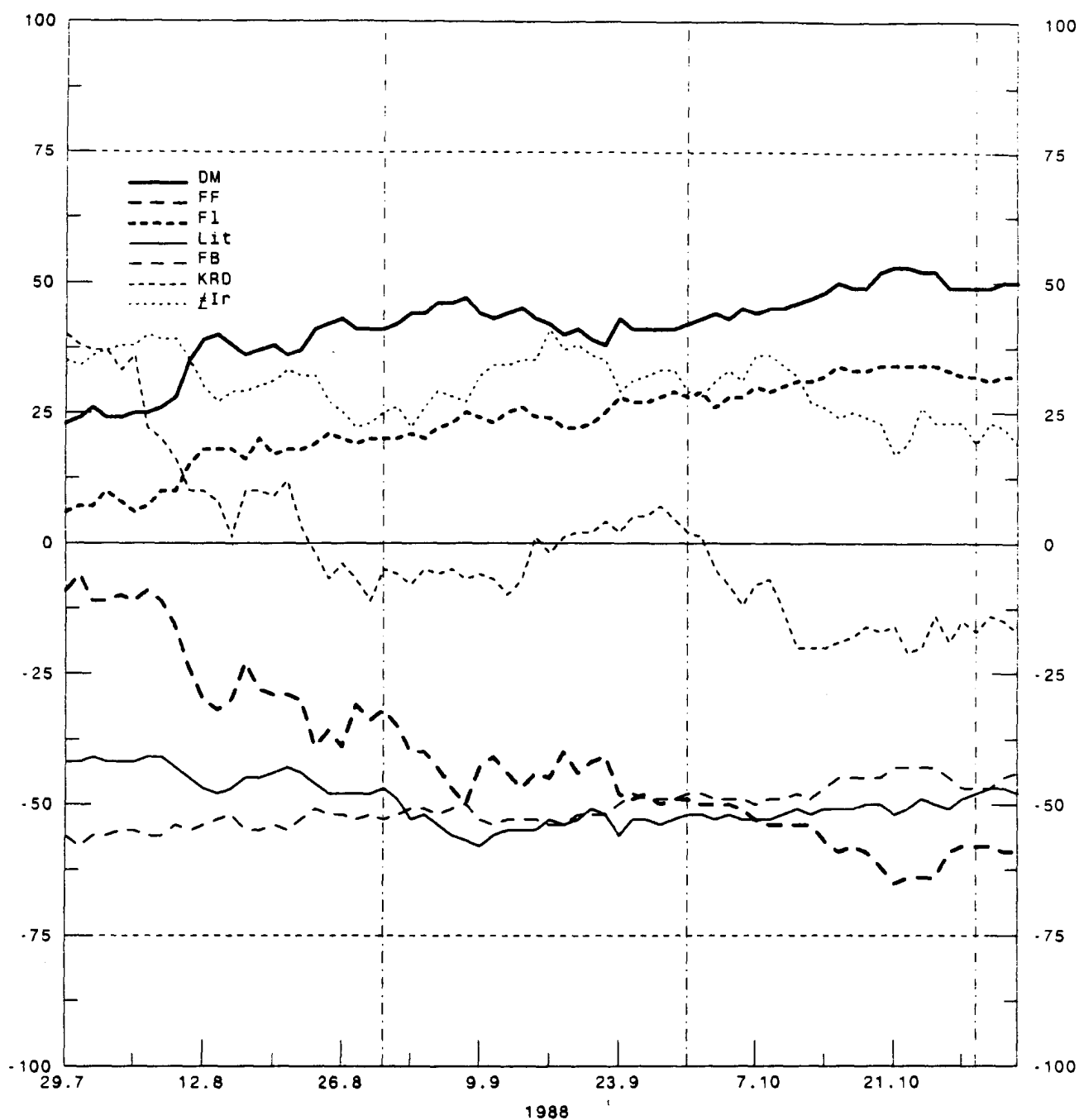
4.11.1988

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



4.11.1988

## EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE\*

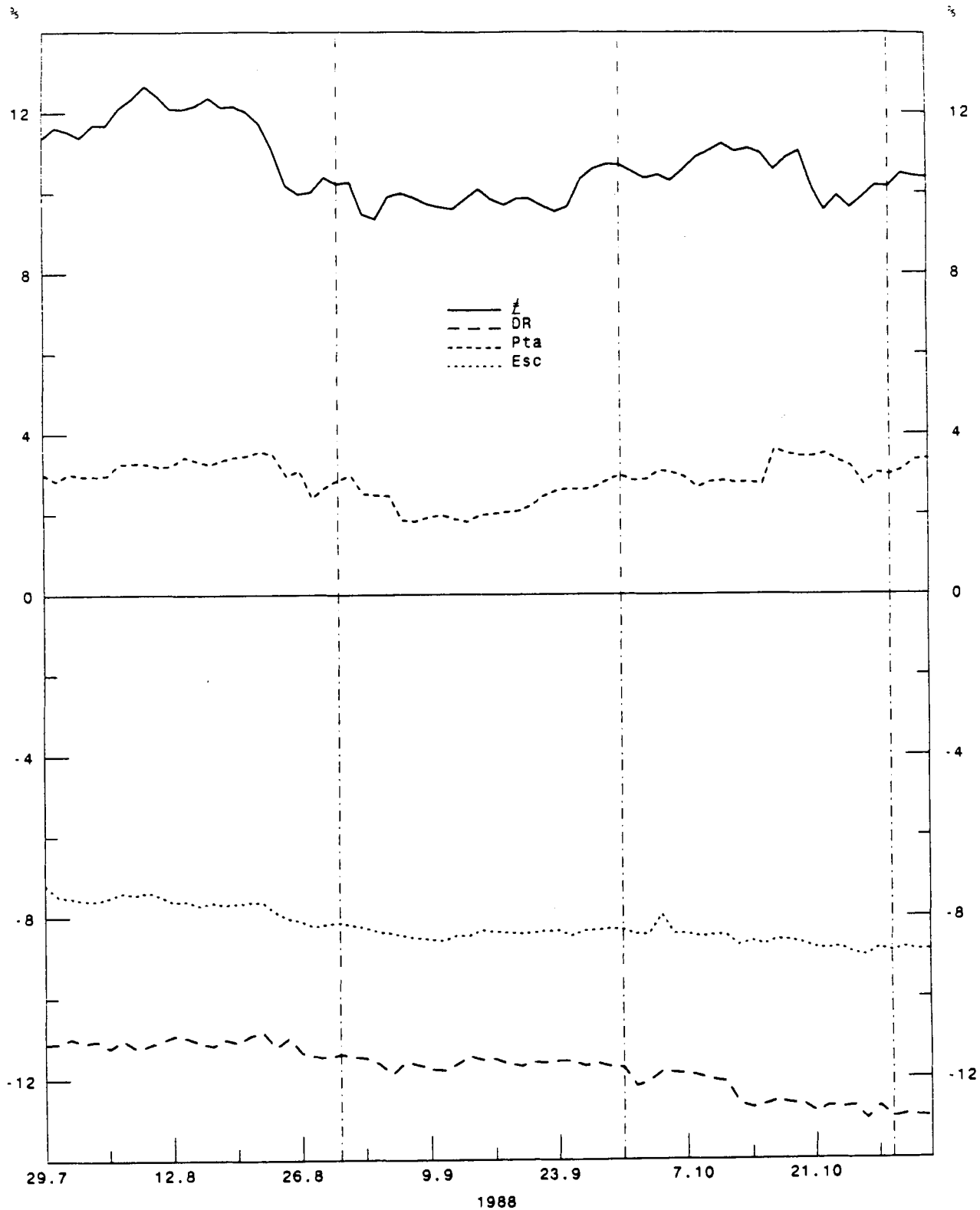


\* L'indicateur de divergence a pour but de mesurer, sur une base comparable pour toutes les monnaies participant au mécanisme de change européen, la position d'une monnaie vis-à-vis de son cours-pivot ECU. L'écart maximal de divergence est le pourcentage maximal par lequel le cours de marché de l'ECU dans chaque monnaie peut s'apprécier ou se déprécier par rapport à son cours-pivot ECU; il est exprimé par +/-100, le seuil de divergence étant +/-75. Les données qui ont servi de base à l'établissement de ce graphique sont les cours de l'ECU exprimés en termes de diverses monnaies, cours qui sont toutefois corrigés des effets des fluctuations de la lire italienne, de la livre sterling et de la drachme grecque au-delà de la marge de 2,25% vis-à-vis des autres monnaies participant au SME.

4.11.1988



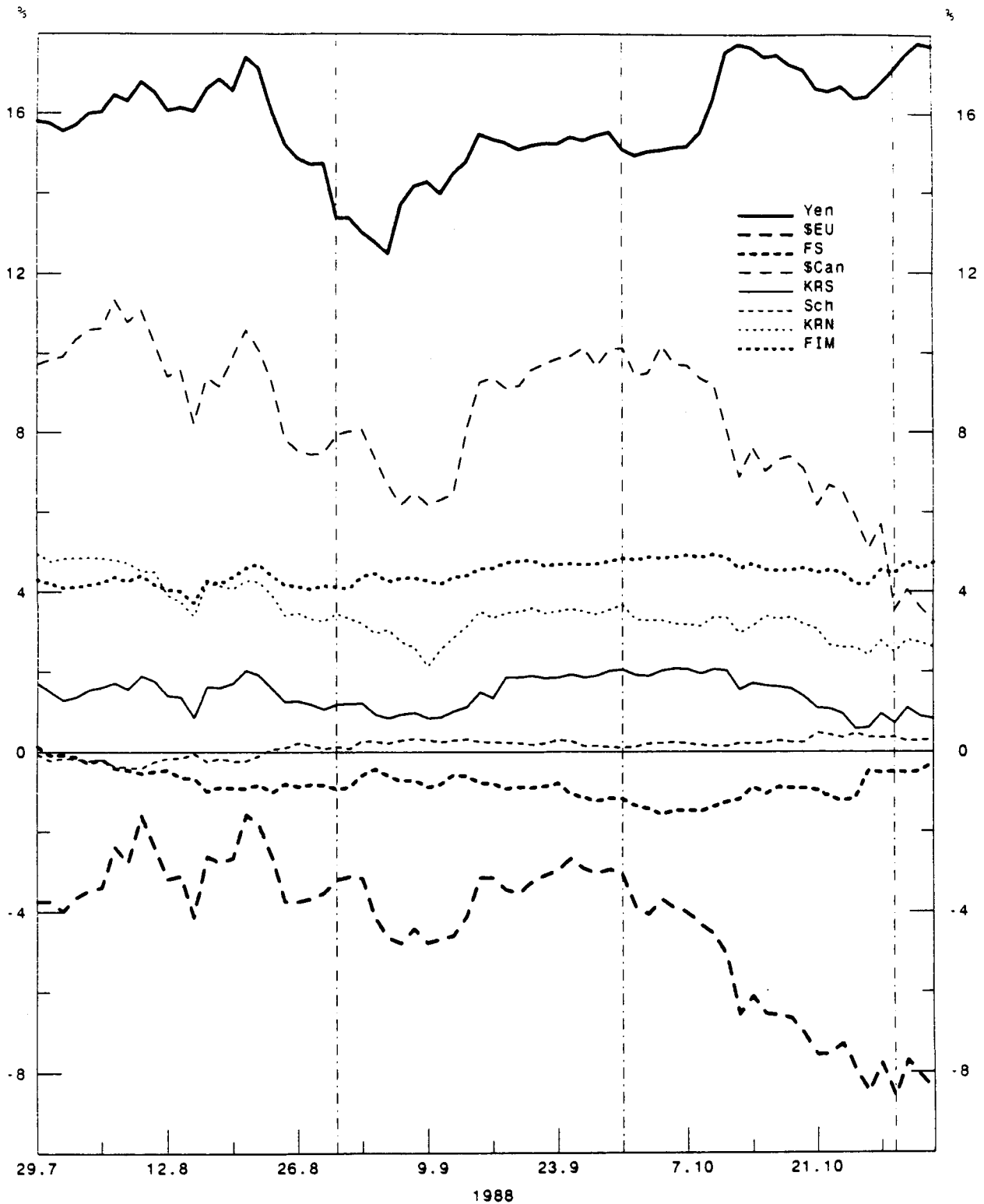
EVOLUTION DE LA LIVRE STERLING, DE LA DRACHME, DE LA PESETA ET DE  
L'ESCUDO PAR PAPPORT A L'ECU SUR LA BASE DES COURS DU MARCHÉ  
RELEVÉS LE 31 DECEMBRE 1986\*



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

4.11.1988

EVOLUTION DES MONNAIES DES BANQUES HORS CEE PARTICIPANT A LA  
CONCERTATION PAR RAPPORT A L'ECU SUR LA BASE DES COURS DU MARCHÉ  
RELEVÉS LE 31 DECEMBRE 1986\*



\* \$EU 1,07038; \$Can 1,47766; FS 1,73562; Yen 171,046; KRS 7,25181; KRN 7,91812;  
Sch 14,6128; FIM 5,12978.

4.11.1988