

PROTOKOLL*

DER 224. SITZUNG DES AUSSCHUSSES DER PRÄSIDENTEN
DER ZENTRALBANKEN DER MITGLIEDSTAATEN
DER EUROPÄISCHEN WIRTSCHAFTSGEMEINSCHAFT
BASEL, DIENSTAG, 12. APRIL 1988, 9.30 UHR

Anwesend sind: der Gouverneur der Banque Nationale de Belgique und Ausschussvorsitzende, Herr Godeaux, begleitet von den Herren Janson, Rey und Michielsen; der Gouverneur der Danmarks Nationalbank, Herr Hoffmeyer, begleitet von Herrn Mikkelsen; der Präsident der Deutschen Bundesbank, Herr Pöhl, begleitet von den Herren Gleske und Rieke; der Gouverneur der Bank von Griechenland, Herr Chalikias, begleitet von Herrn 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, Maserà und Saccomanni; der Präsident der Nederlandsche Bank, Herr Duisenberg, begleitet von Herrn Szász; der Gouverneur der Banco de Portugal, Herr Tavares Moreira, begleitet von den Herren Pego Marques und Costa Pinto; der Gouverneur der Bank of England, Herr Leigh-Pemberton, begleitet von den Herren Loehnis und Kirby; der Generaldirektor für Wirtschaft und Finanzen der Kommission der Europäischen Gemeinschaften, Herr Costa, begleitet von Herrn Mingasson; der Generaldirektor des Luxemburgischen Währungsinstituts, Herr Jaans. Zugegen ist ferner Herr Dalgaard, der

* Endgültige, in der Sitzung vom 10. Mai 1988 gebilligte Fassung, die gegenüber dem Entwurf nur einige Änderungen redaktioneller Art aufweist.

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

I. Billigung des Protokolls der 223. Sitzung

Der Ausschuss billigt einstimmig das Protokoll der 223. Sitzung, wobei jedoch noch die vorgeschlagenen Änderungen redaktioneller Art in den endgültigen Text aufzunehmen sind.

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

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

A. Referat von Herrn Dalgaard

Die Devisenmärkte sind seit der Märzsession des Ausschusses relativ ruhig geblieben, mit Ausnahme des Pfunds Sterling. Der US-Dollar schwächte sich leicht ab, blieb jedoch in der in den letzten Monaten beobachteten Bandbreite; gestützt wurde er durch ein stetiges Wachstum in den Vereinigten Staaten und die Ausweitung des Zinsgefälles gegenüber einigen Währungen. Die künftige Entwicklung gibt jedoch noch zu Zweifeln Anlass; in allernächster Zeit hängt sie natürlich von der Erklärung der Siebenergruppe und den Februarzahlen des amerikanischen Aussenhandels ab, die in zwei Tagen veröffentlicht werden. Der Yen legte sowohl gegenüber dem Dollar als auch gegenüber den europäischen Währungen zu. Im EWS traten in den ersten beiden Märzwochen einige momentane Spannungen auf; sie betrafen vor allem den französischen Franc und die italienische Lira. Die Banque de France reagierte auf diesen Druck mit Interventionen, einem Abgleitenlassen des Franc im Kursband und einer Erhöhung der Zinssätze; der Franc fand darauf sehr schnell, ohne weitere Stützungsmaßnahmen, zu seinem Stand von Anfang März zurück. Die italienische Lira schwächte sich Anfang März ebenfalls etwas ab; ursächlich dafür waren verschiedene Faktoren, wie die Regierungskrise, das Näherrücken der französischen Wahlen und die Kurseinbusse des französischen Franc sowie

die Verschlechterung der Zahlungsbilanz. Die Banca d'Italia stabilisierte den Kurs der Lira gegenüber dem französischen Franc, indem sie mit bedeutenden Verkäufen intervenierte (rund \$ 2 Mrd.).

Die D-Mark war sehr stabil; die Deutsche Bundesbank intervenierte nicht, und auch die Zinssätze blieben unverändert. Während der ersten Monate 1988 wurde der deutsche Leistungsbilanzüberschuss durch Nettokapitalabflüsse mehr als ausgeglichen, was erklärt, warum die DM-Zinssätze nicht zurückgingen. Das irische Pfund notierte im März besonders fest, und die Central Bank of Ireland kaufte Devisen. Diese feste Haltung, die trotz einer erneuten Senkung der Zinssätze eintrat, kann mit der Robustheit des Pfund Sterling und den günstigen wirtschaftlichen Eckdaten (schwache Inflation, gute Zahlungsbilanz und Haushaltsverbesserung) in Zusammenhang gebracht werden.

Schlussfolgerung: der EWS-Wechselkursmechanismus wurde von den Zentralbanken flexibel und effizient gelenkt.

Ausserhalb des Wechselkursmechanismus betraf die wichtigste Entwicklung das Pfund Sterling. Anfang März wurde der Aufwertungsdruck sehr stark, und die Bank of England intervenierte während drei Tagen mit Beträgen im Gegenwert von \$ 2,5 Mrd.; die Interventionen waren stark diversifiziert, beispielsweise wurde beinahe ECU 1 Mrd. gekauft. Nachdem am 7. März die Obergrenze von 3 D-Mark für 1 Pfund aufgegeben worden war, versuchten die Behörden gleichwohl, den Kurs zu stabilisieren, namentlich durch zweimalige Rücknahme der Leitzinsen und durch weitere, wenn auch sehr viel bescheidenere Interventionen. Die spanische Peseta notierte ebenfalls fest. Die Banco de España versuchte, die Kapitalzuflüsse zu bremsen; sie nahm die Zinssätze zurück und liess den Peseta-Kurs ansteigen; diese legte gegenüber der D-Mark in einem Monat 2 bis 3 % zu, und es wurden einige Devisenkäufe getätigt. Seit Anfang März konnte im Rahmen der Desinflationspolitik der griechischen Behörden eine Stabilisierung des gewogenen Aussenwerts der Drachme erzielt werden. In Portugal wurde der monatliche Prozentsatz für die schrittweise Abwertung des gewogenen Durchschnittskurses des Escudo von 0,4 auf 0,3 % gesenkt.

B. Referat von Herrn Janson

Die Stellvertreter haben die wichtigsten Entwicklungen, die Herr Dalgaard zusammengefasst hat, nur kurz diskutiert.

1. Die Stellvertreter stellten mit Befriedigung fest, dass die Anfang März aufgetretenen Spannungen im EWS wirksam gemeistert werden konnten.

Der deutsche Stellvertreter machte seine Kollegen auf die bedeutenden Kapitalabflüsse aus Deutschland aufmerksam, die die Nettoeinkünfte aus der Leistungsbilanz mehr als ausglich; diese Abflüsse verhindern eine Senkung der Nominalzinssätze und halten die Realzinssätze auf einem hohen Stand.

2. Die Stellvertreter begrüßten die anhaltende Stabilität des Dollars. Obschon das Volumen der Interventionen zur Stützung des Dollars sich im März gegenüber Februar leicht erhöhte, liegt es doch deutlich unter den Volumina von 1987.

Was die Aussichten des Dollars betrifft, so muss man sich darüber im klaren sein, dass der stetige Rhythmus des Wirtschaftswachstums in den Vereinigten Staaten an den Devisenmärkten Zweifel an der Weiterführung der Massnahmen zur Anpassung des Leistungsbilanzungleichgewichts wecken kann. In diesem Zusammenhang ist es wichtig, dass die Zentralbanken nicht zur Unzeit mit Dollarverkäufen intervenieren und so zu einem etwaigen Baissedruck auf den Dollar beitragen. Die Situation erfordert vielmehr eine Ausrichtung der Interventionspolitik auf Dollarkäufe, wenn eine Landeswährung nach oben tendiert, während die Verteidigung einer Währung, insbesondere im EWS, mit Verkäufen anderer Währungen als dem Dollar durchgeführt werden sollte.

3. Betreffend das Pfund Sterling begrüßten die Stellvertreter die in zwei Schritten erfolgte Rücknahme des Leitzinssatzes in Grossbritannien. Die Behörden bekräftigen erneut ihre Entschlossenheit, sich für die Stabilität der Wechselkurse auf dem neu erreichten Stand einzusetzen. Das Dilemma besteht jedoch nach wie vor. Einerseits bestehen weiter Zweifel, ob das Ausmass der Leitzinssenkung genügt, um den Aufwertungsdruck auf die britische Währung zu mildern. Andererseits ist man sich im klaren, dass die Lage der britischen Wirtschaft weiterhin für die Beibehaltung von festen und antiinflationären monetären Bedingungen spricht.

4. Schliesslich gab der britische Stellvertreter ergänzende Erläuterungen zu der 1987 festgestellten Differenz zwischen dem Betrag der Dollarinterventionen und der Entwicklung der Dollarreserven der Bank of England ab. Diese Frage war von den Zentralbankpräsidenten an ihrer Märzsession diskutiert worden.

Der Vorsitzende dankt den Herren Janson und Dalgaard für ihre Referate und stellt fest, dass die Zentralbankpräsidenten nichts Besonderes zu bemerken haben.

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

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

IV. Verabschiedung des Ausschussberichts an den Rat der Wirtschafts- und Finanzminister über die Vorschläge der Kommission zur vollständigen Liberalisierung des Kapitalverkehrs in der Gemeinschaft

Der Vorsitzende hält fest, ein erster Entwurf dieses Berichts sei den Stellvertretern am 21. März vorgelegt worden; aufgrund ihrer Kommentare sei ein zweiter Entwurf erstellt worden. Die Diskussionen der Stellvertreter vom Montag hätten zu einem dritten Entwurf, datiert vom 11. April, geführt, zu dem Herr Janson noch einige Erläuterungen abgeben könnte.

Herr Janson erklärt, die Stellvertreter hätten den Text des Entwurfs des Ausschussberichts an den Rat über die Vorschläge der Kommission zur vollständigen Liberalisierung des Kapitalverkehrs bearbeitet. Die vor den Zentralbankpräsidenten liegende Fassung hebe die Änderungen hervor, die die Stellvertreter an dem vor den Basler Sitzungen verteilten Text (2. Entwurf vom 7. April 1988) vorgenommen haben.

Über einen einzigen Punkt hätten die Stellvertreter selbst zu keiner Einigung gelangen können. Es handle sich um den auf S. 6 erwähnten Vorschlag zur Schaffung eines "Recycling"-Mechanismus als Begleitmassnahme zur Liberalisierung des Kapitalverkehrs. Diese Einfügung sei von der Banca d'Italia verlangt worden und entspreche den Ideen, die vom Gouverneur der Banca d'Italia an der Märzsession des Ausschusses wie auch in der Denkschrift des Ministers Amato geäußert wurden. Andere Stellvertreter seien der Ansicht, dieser Vorschlag könne nicht von den anderen vorgebrachten Ideen abgetrennt werden, und weisen darauf hin, dass man riskiere, irriige Erwartungen zu wecken, wenn man einen Vorschlag erwähne, der von den Zentralbankpräsidenten überhaupt noch nicht geprüft worden sei.

Ehe er die Diskussion eröffnet, erinnert der Vorsitzende daran, dass die Notenbankpräsidenten bei ihren früheren Diskussionen in ihrem Bericht keine Verschleierung der Meinungsunterschiede wünschten. Dieser

lege daher die manchmal unterschiedlichen Meinungen im Ausschuss dar. Wenn man über den von den Stellvertretern vorgelegten Punkt zu einer Einigung gelange und der Bericht gebilligt werde, werde er anschliessend in den drei Sprachen Deutsch, Englisch und Französisch erstellt und per Telefax so rasch als möglich den Zentralbankpräsidenten übermittelt, damit diese ihn an ihre Minister weiterleiten können. Der Vorsitzende fügt hinzu, dass er den Bericht an der Sitzung des Rats der Wirtschafts- und Finanzminister am 18. April in Luxemburg kurz vorstellen wird.

Herr Ciampi erklärt, es liege ihm sehr daran, dass die Idee eines "Recycling"-Mechanismus im Bericht beibehalten werde, aber vielleicht könnte man einen anderen Ausdruck verwenden, z.B. eine vom EFWZ verwaltete Fazilität für Markttransaktionen (market operations facility managed by the EMCF). Es gehe eigentlich nicht darum, einen neuen Finanzierungsmechanismus zu schaffen, der zu den schon bestehenden hinzukäme, sondern einen Mechanismus zur Prüfung vorzulegen, der etwas Neues bringe, da sein Zweck wäre, die zwischen den EWS-Mitgliedsländern stattfindenden Mittelumlagerungen auszugleichen, und da er vom EFWZ verwaltet würde.

Herr Hoffmeyer fragt sich, ob es nützlich und sinnvoll sei, von "Recycling" zu sprechen. Wenn die Märkte nämlich nicht auf die Verlagerung von Mitteln reagierten, dann müssten die Zentralbanken intervenieren und Aktiva der Partnerländer erwerben. Man könne doch nicht einen neuen Finanzierungsmechanismus in Betracht ziehen. Es gebe schon Kreditmechanismen, und wenn sie nicht funktionieren oder nicht genügen, müsse man mittels der Geldpolitik vorgehen. Gestalte man diese restriktiver, so komme es von selbst zu einem "Recycling" durch die Märkte.

Herr Pöhl dankt den Verfassern und insbesondere den Stellvertretern für die Qualität des Berichts. Der Ausdruck "Recycling" wecke Skepsis und erinnere an die siebziger Jahre mit ihren OPEC-Überschüssen, auch wenn es nicht um das gleiche "Recycling" gehe. Diese Idee könnte in den geeigneten Gremien diskutiert werden, aber es scheine nicht opportun, sie im Bericht zu erwähnen und ihr so eine Vorzugsbehandlung einzuräumen, während noch manche andere Vorschläge vorgebracht worden seien und ebenfalls zu gegebener Zeit diskutiert werden müssen. Man könnte vielleicht im Bericht sagen, dass einige Zentralbankpräsidenten finden, die bestehenden Kreditfazilitäten sollten erweitert werden, um den Prozess der Liberalisierung des Kapitalverkehrs zu fördern, während andere Gouverneure die bestehenden Fazilitäten als genügend erachten.

Herr Leigh-Pemberton schliesst sich dem Standpunkt von Herrn Pöhl an. Es sei bestimmt nicht nötig, einen Vorschlag besonders zu erwähnen; diesem würde so gewissermassen Priorität eingeräumt, während es schwierig sei, sich eine genügend klare Vorstellung von seiner Tragweite zu machen, um sie im Bericht darzulegen. Auch wenn dieser Vorschlag im Bericht nicht erwähnt werde, sei dies selbstverständlich kein Hinderungsgrund, ihn - wie im übrigen auch andere - zu einem späteren Zeitpunkt zu prüfen.

Herr Ciampi betont, der Vorschlag eines "Recycling"-Mechanismus sei der einzige, der sich auf den Kontext der Liberalisierung des Kapitalverkehrs beziehe; die anderen Vorschläge, die insbesondere von Ministern gemacht worden seien und die die Notenbankpräsidenten ebenfalls prüfen müssen, beträfen entferntere und ehrgeizigere Ziele, wie die Schaffung einer europäischen Zentralbank.

Die Idee eines "Recycling"-Mechanismus habe daher ihre Besonderheit; man werde sie aufgrund eines vollständigen und detaillierten Vorschlags, der später noch vorgelegt werden könne, analysieren und beurteilen müssen. Um den Ausdruck "Recycling" zu vermeiden, könnte man eine vagere Formulierung verwenden, wie dies Herr Pöhl vorgeschlagen habe, aber es wäre wünschenswert, sowohl die Verbindung mit der Liberalisierung des Kapitalverkehrs als auch die Originalität des Mechanismus hinsichtlich seiner Verwaltung durch den EFWZ beizubehalten.

Herr Duisenberg teilt die von den Herren Pöhl und Leigh-Pemberton geäusserten Meinungen zum strittigen Satz; er schlägt einen neuen Wortlaut vor, der von Herrn Pöhl und dem Vorsitzenden verbessert und vom Ausschuss wie folgt angenommen wird: "In diesem Zusammenhang verweisen die Zentralbankpräsidenten darauf, dass sie sich demnächst mit verschiedenen Vorschlägen und Anregungen befassen werden, die jüngst von den Finanzministern und Zentralbankpräsidenten einiger EG-Länder lanciert wurden, beispielsweise mit dem Vorschlag, einen neuen Kreditmechanismus zu schaffen, der verfügbar sein sollte, sobald die Liberalisierung der Kapitalmärkte vollendet ist."

Der Vorsitzende stellt fest, dass der Ausschuss den ganzen Bericht an den Rat, mit der soeben verabschiedeten Änderung, billigt; er erinnert daran, dass der endgültige Text noch heute per Telefax den Zentralbankpräsidenten zugestellt werden wird, damit diese ihn an ihre Minister weiterleiten können.

Herr Janson weist darauf hin, dass die Notenbankpräsidenten das Mandat für die "Raymond-Gruppe" für die Fortführung der im Bericht an den

Rat erwähnten Arbeiten über die geeigneten Methoden zur Verstärkung der geldpolitischen Koordination festlegen sollten. Die Stellvertreter haben diese Frage gestern kurz besprochen, und es wurde erwähnt, dass die am meisten interessierten Zentralbanken mit Vorschlägen bei der Vorbereitung eines Mandatsentwurfs mithelfen könnten, in dem soweit als möglich versucht würde, den jeweiligen Ersuchen zu entsprechen; dieser Entwurf würde dem Ausschuss der Zentralbankpräsidenten an der Sitzung vom 10. Mai unterbreitet.

Herr de Larosière betont, die Koordination der Geldpolitik sei ein sehr wichtiges Thema; er werde einen Mandatsentwurf einreichen.

Herr Ciampi erklärt sich mit Herrn de Larosière einverstanden und erinnert daran, dass er diese Frage schon an der Märzsession aufgeworfen habe. Das Verfassen eines Mandats sollte keine Schwierigkeiten bieten. Er fügt hinzu, dass der Bericht an den Rat über die Liberalisierung des Kapitalverkehrs höchstes Lob verdiene, das ganz besonders dem Ausschuss der Stellvertreter und dessen Vorsitzenden ausgesprochen werden müsse.

Herr Pöhl macht darauf aufmerksam, dass von den zahlreichen eingebrachten Vorschlägen einige ausschliesslich in die Zuständigkeit der Zentralbanken fallen, beispielsweise jene, die sich auf das EWS beziehen, dessen rechtliche Grundlage ein Abkommen zwischen Zentralbanken ist. Es sei daher wesentlich, dass diese Fragen nur im Ausschuss der Zentralbankpräsidenten diskutiert werden.

Herr de Larosière ist gleicher Ansicht wie Herr Pöhl und erklärt, der Zweck seines Vorschlags sei genau, die Probleme der Koordination der Geldpolitik wieder in den Ausschuss der Zentralbankpräsidenten zurückzubringen; dieser sollte diese Fragen noch vertieft behandeln.

Der Vorsitzende ruft in Erinnerung, dass es darum geht, das Mandat an die "Raymond-Gruppe" für die Untersuchung der Modalitäten einer verbesserten Koordination der Geldpolitik genauer auszuformulieren.

V. (Eventueller) Gedankenaustausch über die Punkte der Tagesordnungen der internationalen Treffen in Washington

Der Vorsitzende erklärt, dieser Punkt sei auf der Tagesordnung mit dem Vermerk "eventuell" aufgeführt, da die Erfahrung gezeigt habe, dass die Notenbankpräsidenten sehr oft keinen besonderen Gedankenaustausch über die Fragen auf der Tagesordnung der IWF-Tagungen wünschten oder ihn als

zwecklos erachteten; er stellt fest, dass der Ausschuss keine Zeit für eine selbständige Prüfung und eine spezielle Diskussion dieser Fragen hat.

VI. Weitere Fragen innerhalb der Zuständigkeit des Ausschusses

- Der europäische Währungsaufbau

Der Vorsitzende erklärt, die Stellvertreter hätten dieses sehr wichtige Thema in Angriff genommen. Im jetzigen Stadium gehe es im wesentlichen darum, einen Katalog der Fragen zu erstellen, die zu prüfen sind, um dem Ersuchen des Rats der Wirtschafts- und Finanzminister zu entsprechen, die verschiedenen Vorschläge und Ideen zu untersuchen, die von mehreren Finanzministern und namentlich von Herrn Balladur vorgebracht worden sind; letzterer hat Anfang Januar 1988 ein Memorandum vorgelegt, das zu dem Mandat an den Ausschuss Anlass gegeben hat.

A. Referat von Herrn Janson

Die Stellvertreter haben sich einen Gesamtüberblick verschafft, der die Grösse und Komplexität der Probleme zeigt, die durch die Überlegungen in den betrachteten Dokumenten aufgeworfen werden. Diese Probleme sind in drei verschiedenen zeitlichen Horizonten angesiedelt, aber untereinander eng verbunden:

- die Analyse des derzeitigen Funktionierens des EWS;
- die noch möglichen Änderungen am System, in seiner nichtinstitutionellen Phase;
- die Überlegungen zur Schaffung einer europäischen Zentralbank im Hinblick auf die Wirtschafts- und Währungsunion.

1. Die Analysenprobleme

Die Konvergenzfortschritte beim Kampf gegen die Teuerung haben neue Überlegungen zum Funktionieren des Systems und seinen angeblichen Unvollkommenheiten ausgelöst. Unter diesen werden am häufigsten das Fehlen eines Wachstumsmotors sowie die Asymmetrie schaffende Vorherrschaft einer Währung genannt.

Die Stellvertreter sind weit davon entfernt, sich in jeder Hinsicht der Diagnose anzuschliessen, die dem Funktionieren des Systems selbst oder

der makroökonomischen Politik eines einzigen Landes die Schuld am schwachen Wachstum in den Teilnehmerländern zuschiebt. Das asymmetrische Funktionieren des Systems wird nicht bestritten, zumindest nicht in gewisser Hinsicht, aber es beruht zu einem grossen Teil auf sachlichen Gegebenheiten, und man könnte es nicht künstlich durch eine allzu vereinfachende symmetrische Konstruktion ersetzen.

Alle anerkennen übereinstimmend, dass die Stabilität, die durch das Funktionieren des Systems geschaffen wurde, eine bedeutende Errungenschaft ist und es notwendig ist, mit ihrer Konsolidierung fortzufahren. Die Zentralbankpräsidenten müssen sich vielleicht entscheiden, in welchem Ausmass sie ihre Analysen der Systemgrundlagen noch vertiefen wollen, mit dem Hauptziel, den gemeinschaftlichen Konsens über seine Ziele und seine Grundstruktur zu stärken.

2. Die nicht institutionellen Änderungen

Verschiedene Vorschläge sind gemacht worden, um den Herausforderungen zu begegnen, denen sich das System auf jeden Fall in der näheren Zukunft gegenübersehen wird. Der Bericht, der den Zentralbankpräsidenten vorgelegt werden wird, kann ein Inventar der diesbezüglich genannten Massnahmen erstellen. Einige davon werden im Zusammenhang mit der vollständigen Liberalisierung des Kapitalverkehrs auf jeden Fall überprüft werden, wie z.B. die verstärkte Koordination der Geldpolitik.

Einige Stellvertreter sind der Meinung, die Präsidenten sollten sich darum bemühen, in dieser Hinsicht ihre Prioritäten festzulegen, und so die Entwicklungs- und Ausbaufähigkeit des Systems unter Beweis stellen. Manche Stellvertreter finden jedoch, dass der jüngste Ausbau im Gefolge der in Basel/Nyborg ergriffenen Massnahmen eine Pause vor neuen Initiativen rechtfertigt.

3. Die europäische Zentralbank

Einige Stellvertreter haben darauf hingewiesen, dass der europäische Gipfel das Thema der europäischen Zentralbank behandeln wird, und sei es auch nur auf Verfahrensebene. Es obliegt nicht nur den Finanzministern, sondern auch den Zentralbanken, dazu Stellung zu nehmen. Es wird in diesem Zusammenhang nützlich sein, daran zu erinnern, dass gewisse Projekte schon Anfang der siebziger Jahre Gegenstand von Entschliessungen des Rats waren.

Die Erinnerung an diese alten Projekte wird auch eine Klärung der Konzepte und der Gründe, weshalb sie nicht verwirklicht wurden, ermöglichen.

Nach Ansicht der meisten Stellvertreter scheint es verfrüht, schon jetzt Verpflichtungen einzugehen, was die konkrete Verwirklichung einer Wirtschafts- und Währungsunion und einer europäischen Zentralbank betrifft. Dies sollte nicht ausschliessen, dass die Zentralbankpräsidenten die Voraussetzungen festlegen, die erfüllt sein müssen, um die Verwirklichung dieser Projekte in Betracht zu ziehen. Einige Stellvertreter, die insbesondere Länder vertreten, die sich noch in einem weniger fortgeschrittenen Stadium der Wirtschaftsentwicklung und Liberalisierung befinden, bestehen auf einer Prüfung der prioritären Aufgaben, insbesondere hinsichtlich der Ressourcenverteilung innerhalb der Gemeinschaft.

Einige Stellvertreter weisen darauf hin, dass gerade die Verwirklichung des grossen Marktes dem gemeinschaftlichen Umfeld eine neue Physiognomie verleiht und eine Eigendynamik schafft, die die Verwirklichung der Wirtschafts- und Währungsunion sowie deren institutionelle Begleitung, die europäische Zentralbank, sowohl plausibel als auch notwendig erscheinen lässt.

B. Diskussion des Ausschusses

Herr Duisenberg gibt einige Kommentare zum Verfahren ab. Die Pläne für eine Währungszone und eine europäische Zentralbank stellten sehr wichtige Fragen dar, die sich der Ausschuss nicht entgleiten lassen dürfe. Die Notenbankpräsidenten sollten an ihrer Sitzung vom 10. Mai darüber diskutieren, um den Finanzministern einige Gedanken vorlegen zu können; diese werden versuchen, ihre Ansichten anlässlich der einige Tage später stattfindenden Ratstagung in Lübeck zu koordinieren. Auch der Europäische Rat sollte sich Ende Juni mit diesen Vorschlägen befassen.

Es stellten sich zwei zentrale Fragen. Erstens: wer sollte mit der Untersuchung dieser Vorschläge beauftragt werden? Man habe von einem Ausschuss von Weisen gesprochen, aber es wäre eindeutig vorzuziehen, die ordentlichen Gremien der Gemeinschaft mit den Arbeiten zu betrauen, d.h. den Ausschuss der Zentralbankpräsidenten und den Währungsausschuss, je nach ihrer jeweiligen Zuständigkeit.

Zweitens: Welches sollte die formelle Grundlage der Untersuchung sein? Hier bestehe kein Zweifel; als Grundlage sollte die Entschliessung vom 22. März 1971 über die stufenweise Verwirklichung der Wirtschafts- und

Währungsunion in der Gemeinschaft dienen. Dieser immer noch gültige Text sehe insbesondere vor, dass am Ende des Prozesses die Gemeinschaft einen eigenständigen Währungsraum bildet, mit einer einheitlichen Währung und einem gemeinschaftlichen Zentralbanksystem. Er sehe des weitern vor, dass die zur Führung der Union erforderlichen Beschlüsse auf Gemeinschaftsebene gefasst und den Organen der Gemeinschaft die notwendigen Befugnisse zugewiesen werden. Diese seien unter anderem der Ausschuss der Zentralbankpräsidenten und der Währungsausschuss. Die Zentralbankpräsidenten sollten daher empfehlen, die Entschliessung vom 22. März 1971 als formelle Grundlage des den beiden Ausschüssen zu erteilenden Mandats zu nehmen, damit die Finanzminister im Hinblick auf den Europäischen Rat vom Juni eine koordinierte Stellungnahme formulieren können.

Herr de Larosière erklärt sich mit den Äusserungen von Herrn Duisenberg einverstanden; diese zeigten den rechten Weg, den die Notenbankpräsidenten einschlagen sollten; er ruft in Erinnerung, dass die französischen Vorschläge, neben den Überlegungen zur europäischen Zentralbank, Aspekte enthalten, die mehr mit dem Funktionieren des EWS mit engen Bandbreiten zusammenhängen. Diese Aspekte sollten nicht in dem von Herrn Duisenberg erwähnten Mandat enthalten sein, denn sie gehören zum ständigen Mandat der Notenbankpräsidenten. Die Stellvertreter sollten mit der Untersuchung dieser Fragen fortfahren, insbesondere jener der Symmetrie des Wechselkursmechanismus. Die Symmetriefrage umfasse das grundsätzliche Problem der ungenügenden Koordination der gesamtwirtschaftlichen Politik der Länder der Gemeinschaft. Lasse man im System mit dem engen Kursband eine Situation entstehen, in der der "policy mix" einiger Teilnehmer zu ständigen strukturellen Leistungsbilanzüberschüssen führe, während andere mehr oder weniger im Gleichgewicht seien, werden im System selbst Spannungen auftreten. Eine Antwort auf dieses Problem finde sich in einer engeren wirtschaftspolitischen Koordination mit gemeinschaftlichen Zielvorgaben für die Wirtschaftspolitik und auch ein Wachstum in der Stabilität. Ein vermehrt symmetrischer Interventionsmechanismus könnte eine wichtige Rolle spielen, wenn die Mitgliedsländer einen Grad des antiinflationären Wohlverhaltens erreicht hätten, der eine homogenere Beteiligung am Wechselkursmechanismus rechtfertige. Diese Idee sollte in den Arbeiten der Stellvertreter in Erwägung gezogen werden.

Herr Pöhl erklärt, er könne sich den von den Herren Duisenberg und de Larosière vorgebrachten Ideen anschliessen. Es bestünden mehrere Fragen, wie jene der Schaffung einer Wirtschafts- und Währungsunion und der

Errichtung einer europäischen Zentralbank; dies seien im wesentlichen politische Probleme, und man könne sich fragen, ob es Sache der Zentralbanken sei, sich schon jetzt damit zu befassen. Hingegen sei die Frage der Symmetrie (oder der Konvergenz) konkreter und betreffe die Zentralbankpräsidenten direkter. Wie Herr de Larosière gesagt habe, müsse man alles tun, um zu grösstmöglichem Konsens und Konvergenz bei den wirtschaftlichen Zielen im weiten Sinn zu gelangen, einschliesslich der monetären Ziele, und um so weit als möglich die wirtschaftlichen und finanziellen Ergebnisse der einen und der anderen zu harmonisieren. Hingegen sei eine eventuelle Symmetrie der Interventionen an den Devisenmärkten nicht wünschenswert; die Deutsche Bundesbank bleibe bei ihrem Widerstand gegen den Vorschlag, die Währungsreserven im EWS zu diversifizieren, aber sie habe nichts dagegen, dass die Stellvertreter beauftragt werden, Ordnung in den ganzen Komplex von Fragen bezüglich der Symmetrie der wirtschaftspolitischen Ziele zu bringen, ohne sich dabei aber auf die Technik und die Modalitäten der Interventionen zu beschränken.

Der Fragenkomplex der Wirtschafts- und Währungsunion und der europäischen Zentralbank sei noch vage, und es wäre besser, noch ein wenig zu warten, bis man auf politischer Ebene klarer sehe. Es sei nicht sicher, dass in der Sitzung des Europäischen Rats im Juni in Hannover eine Verfahrensentscheidung getroffen werde, selbst wenn nicht auszuschliessen sei, dass die Ideen von Herrn Genscher zu Vorschlägen der deutschen Regierung werden. Wie dem auch sei, sollte tatsächlich beschlossen werden, einen unabhängigen Rat der Weisen mit dem Auftrag zu schaffen, die Frage des europäischen Währungsaufbaus zu untersuchen, so sei ein solches Verfahren vielleicht als Vorbereitungsphase für die Untersuchungen der Zentralbankpräsidenten annehmbar. Man könne sich nämlich fragen, ob diese als erste für sich den Alleinanspruch auf eine objektive und umfassende Analyse dieser Fragen erheben müssen.

Herr Hoffmeyer erinnert daran, dass die Entschliessung vom 22. März 1971 nicht einen rechtskräftigen Gesetzestext darstellt. Es gebe andere Entschliessungen oder vergleichbare Texte, die man natürlich in Betracht ziehen könne, aber es sei wichtig, nach dem jeweiligen Grad der Verbindlichkeit der Gemeinschaftstexte, auf die man sich bezieht, zu differenzieren. Es sei ferner wichtig, bei der Symmetrie einen Unterschied zu machen zwischen einerseits den Eckdaten - beispielsweise seien die wirtschaftlichen Ergebnisse nicht überall im EWS gleich, denn da Deutschland die dominierende

Volkswirtschaft sei, spiegelten sich seine Ergebnisse, z.B. hinsichtlich des Wirtschaftswachstums, im System wider - und andererseits den technischen Fragen wie den Interventionen; diese seien selbstverständlich nicht unabhängig von den Auswirkungen, die sich aus den fundamentalen Unterschieden zwischen den teilnehmenden Ländern ergeben; das System sei dennoch in dem Sinne symmetrisch, dass bei Erreichen der Interventionspunkte die Interventionen von den beiden Ländern vorgenommen werden müssen, deren Währungen sich in Opposition befinden. Die intramarginalen Interventionen, die sich sehr stark entwickelt haben, liegen in der freien Entscheidung der betroffenen Länder.

Herr de Larosière räumt ein, das EWS sei in dem von Herrn Hoffmeyer genannten Sinne symmetrisch, aber technisch gesehen bestehe ein Unterschied zwischen den beiden Zentralbanken, die intervenieren, wenn ihre Währungen sich in Opposition befinden, denn die eine interveniere als Kreditgeberin und die andere müsse letztere zurückzahlen. Es gebe somit keine vollständige Symmetrie, und es wäre nützlich, wenn diese technischen Fragen näher untersucht würden.

Herr Ciampi findet, die Notenbankpräsidenten seien mit einer Reihe Vorschläge konfrontiert, die von grosser Bedeutung seien und die sich auf eine Zukunft beziehen, von der man nicht sagen könne, ob sie fern sei oder näher, als man denke. Diese Fragen seien sicherlich politischer Art, aber sie beträfen direkt die Zentralbanken. Es wäre daher angezeigt, einerseits nicht eine Politik des Fern- und Stummbleibens zu betreiben, und andererseits bei den in Angriff zu nehmenden Arbeiten realistisch und konkret zu sein. Bei der Verabschiedung ihres Berichts an den Rat hätten die Notenbankpräsidenten ihre Zustimmung zur Liberalisierung des Kapitalverkehrs gegeben, die sehr bald verwirklicht werde. Ein solcher Prozess bedeute eine Verstärkung der Koordination der Geldpolitik, die sich selbstverständlich im weiteren Rahmen der gemeinsamen Wirtschaftspolitik bewegen müsse. Die Expertengruppe unter dem Vorsitz von Herrn Raymond werde beauftragt, die Präsidenten in diesem Bereich aufzuklären. Es sei auch nützlich, die bestehenden Einrichtungen unter der Kontrolle der Notenbankpräsidenten aufzuwerten. In dieser Hinsicht sollte der EFWZ privilegiert werden, seine Bedeutung und seine operationellen Möglichkeiten sollten voll ausgenutzt werden, um zu einer besseren Kohärenz der Geldpolitik zu gelangen. Ein solcher Kurs, mit dem allerdings nicht alle einig sind, würde nicht eine fernere und ehrgeizigere Zukunft vernachlässigen und würde ein Voranschreiten mit einer

konkreten und schon vorhandenen Richtschnur ermöglichen. So sollten die durchzuführenden Arbeiten die Liberalisierung des Kapitalverkehrs, ihre Implikationen, nämlich die Verstärkung der geldpolitischen Koordination im Rahmen einer erweiterten wirtschaftspolitischen Koordination, und auch die Aufwertung bestehender Institutionen wie des EFWZ berücksichtigen.

Herr Duisenberg räumt ein, dass, wie Herr Pöhl erklärt habe, eigentlich noch kein Vorschlag der deutschen Regierung vorliege. Dies sei jedoch kein Grund, um nicht etwas besorgt darüber zu sein, was sich ausserhalb der Zentralbanken in Bereichen abspiele, die sie betreffen. Im übrigen habe Herr Balladur offenbar bei dem Essen des Rats der Wirtschafts- und Finanzminister präzisiert, sein am 8. Januar an seine Kollegen verteiltes Memorandum sei nicht bloss ein Vorschlag zur Schaffung einer europäischen Zentralbank, sondern gelte dem grundlegenden Ziel der Stärkung des EWS und der Förderung des Prozesses der Währungsintegration. Der Vorsitzende des Ausschusses, der an jenem Essen teilnahm, habe seinen Kollegen eine Mitteilung geschickt, in der er präzisierte, dass "der Rat der Wirtschafts- und Finanzminister den Ausschuss der Zentralbankpräsidenten und den Währungsausschuss ersucht, die im Memorandum des französischen Finanzministers enthaltenen Erwägungen und Fragen zu prüfen und darüber dem Rat der Wirtschafts- und Finanzminister für eine Diskussion im Juni Bericht zu erstatten". Diese Diskussion könnte auch Ende Juni im Europäischen Rat abgehalten werden. Es wäre daher wünschenswert, dass der Ausschuss der Zentralbankpräsidenten den Finanzministern seinen Standpunkt zu diesen Fragen darlegt, und die Minister könnten ihrerseits den Staats- und Regierungschefs eine Stellungnahme vorlegen.

Herr de Larosière schliesst sich den Äusserungen von Herrn Duisenberg an und fände es nützlich, wenn man - ohne etwas zu überstürzen - innerhalb des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten eine kleine Zelle für die Überlegungen und Arbeiten über die Probleme der Währungsintegration und der Gemeinschaftswährung schaffen würde. Diese Probleme werden immer öfter angesprochen, z.B. in den Denkschriften mehrerer Minister, im Ausschuss Giscard-Schmidt und bald auch im Währungsausschuss. Es wäre daher angezeigt, dass die Zentralbankpräsidenten nicht ein Vakuum entstehen lassen, sonst könnten der Rat der Wirtschafts- und Finanzminister und der Europäische Rat im Juni Vorkehrungen treffen, die der Ausschuss bedauern könnte.

Der Vorsitzende erklärt, die Bemerkungen zum Verfahren, insbesondere jene von Herrn Duisenberg, seien richtig; die Zentralbankpräsidenten könnten

sich nicht aus den Diskussionen heraushalten, die stattfinden werden, und sie könnten sich nicht weigern, dem ihnen erteilten Mandat zu entsprechen.

Andererseits müssten sich die Notenbankpräsidenten auch zu den Fragen der Symmetrie und der Konvergenz im EWS äussern, sowie zu den Systemfehlern, die einige im EWS finden, z.B. dass es nur ein geringes Wachstum bewirke. Die Notenbankpräsidenten dürften es nicht zulassen, dass das System allmählich seine Glaubwürdigkeit verliere, und sie dürften die Bemerkungen nicht unbeantwortet lassen, die in verschiedenen Kreisen zu den unvermeidlichen oder vorhergesehenen Folgen des derzeitigen Funktionierens des Systems gemacht werden. Die Stellvertreter sollten daher den Gedankenaustausch vorbereiten, den die Präsidenten im Mai zu diesen verschiedenen Themen haben werden, um der informellen ECOFIN-Tagung im Mai oder der formellen Tagung im Juni einige Überlegungen vorbringen zu können.

Herr Janson präzisiert, auch der Währungsausschuss werde sich demnächst mit diesen Themen befassen, und die Denkschrift von Herrn Balladur sollte durch eine mehr technische Note ergänzt werden, die Herr Trichet angekündigt hat. Es sei wichtig, dass auch der Ausschuss der Zentralbankpräsidenten aktiv sei.

Herr Pöhl macht sich keine Sorgen über die Aktivität oder die Dynamik des Währungsausschusses und erinnert daran, dass die Zentralbankpräsidenten auf einem anderen Niveau stehen. Welches auch das Gründungsdatum der beiden Ausschüsse sei, die Zentralbanken seien auf jeden Fall älter als der Währungsausschuss. Eine wichtige Grundsatzfrage stelle sich jenseits dieses protokollarischen Aspekts; es dürfe nämlich schon aus rechtlichen Gründen nicht geschehen, dass diese Organe, wer sie auch seien, Fragen behandeln, die in die Zuständigkeit der Zentralbanken fallen. Das EWS habe den Status eines Abkommens zwischen Zentralbanken und nicht zwischen Regierungen. Dies sei für die Bundesbank von wesentlicher Bedeutung, und dies heisse, dass diese nicht an Diskussionen im Währungsausschuss teilnehmen werde, die beispielsweise die Diversifizierung der Währungsreserven oder die Verlängerung der Laufzeit der Swaps zur Schaffung von ECU betreffen. Der Währungsausschuss dürfe sich selbstverständlich mit institutionellen Fragen befassen. In dieser Hinsicht sei es zweifelhaft, ob der EFWZ wirklich die geeignete Institution sei, die die Zentralbankpräsidenten wählen können. Im Gegensatz zu den Erklärungen von Herrn Ciampi werde der EFWZ nämlich nicht ausschliesslich von den Zentralbanken kontrolliert; er sei eine

Gemeinschaftsinstitution, geschaffen vom Rat der Europäischen Gemeinschaften, die von anderen Institutionen der EG, insbesondere dem Rat, abhängt.

Herr Pöhl kann sich der Idee anschließen, dass die Stellvertreter zwei Fragenkomplexe prüfen: Der erste beträfe die praktischen Vorkehrungen für eine bessere Koordination der Geldpolitik sowie die Konvergenz, die Symmetrie und das Funktionieren des EWS. Es ginge darum, zu bestimmen, ob Verbesserungen denkbar und machbar sind, aber es sei nicht unbedingt notwendig, bis zu den Tagungen der Räte der Gemeinschaft im Juni zu Schlüssen zu gelangen. Der zweite Fragenkomplex sei institutioneller Art; er würde die Bedingungen für die Verwirklichung einer Wirtschafts- und Währungsunion und die Schaffung einer europäischen Zentralbank umfassen. Es ginge darum, erste Überlegungen im Hinblick darauf anzustellen, den Ministern und Staatsoberhäuptern eine noch sehr provisorische Stellungnahme, begrenzt auf eine Tendenzklärung, zu unterbreiten. Diese Überlegungen dürften nur die von den Regierungen oder den Zentralbanken vorgelegten Ideen in Betracht ziehen, nicht aber die zahlreichen Artikel, Untersuchungen oder Erklärungen einzelner, wie angesehen diese auch seien.

Der Vorsitzende stellt fest, dass alle Notenbankpräsidenten sich der Aufgabe bewusst sind, die sie in den kommenden Wochen erwartet, und dass sie mit dem Verfahren und dem Zeitplan für die Arbeiten einverstanden sind.

VII. Zeit und Ort der nächsten Sitzung

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

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

—————
MÄRZ 1988
—————

Der nachstehende Bericht gibt einen Überblick über die Entwicklung auf den Devisenmärkten der Länder der an der Konzertation beteiligten Zentralbanken* sowie über deren Interventionen im März und während der ersten Apriltage 1988.

I. ENTWICKLUNG DER WECHSELKURSE

Die wichtigsten Geschehnisse auf den Devisenmärkten im März 1988 waren:

- Das Pfund Sterling zog gegenüber allen anderen Währungen an.
- Der US-Dollar neigte zur Schwäche, wobei die Einbusse gegenüber dem japanischen Yen etwas ausgeprägter war als gegenüber den kontinentaleuropäischen Währungen.
- Im EWS kam zeitweilig Nervosität auf, ohne dass jedoch grössere Spannungen entstanden; inzwischen hat sich die Lage wieder beruhigt.

Der US-Dollar gab im März gegenüber den wichtigsten Fremdwährungen nach. Anfang des Monats stellten Anzeichen einer unerwartet kräftigen US-Wirtschaftstätigkeit die Aussichten für eine weitere Anpassung des ausserwirtschaftlichen Ungleichgewichts und für fortgesetzte Preisstabilität in Frage.

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

Ferner wuchsen die Zweifel an der Entschlossenheit der Siebenergruppe, die Wechselkurse generell zu stabilisieren, insbesondere nachdem sich das Pfund Sterling gegenüber der D-Mark aufwertete. Vor diesem Hintergrund kam dem Dollar die Veröffentlichung von Handelsbilanzdaten, die für den dritten aufeinanderfolgenden Monat besser als erwartet waren, nur vorübergehend zugute. Per saldo notierte der Dollar am Monatsende gegenüber dem Pfund Sterling rund 6 %, gegenüber dem japanischen Yen 3 1/2 %, gegenüber dem kanadischen Dollar 2 1/2 % und gegenüber den meisten kontinentaleuropäischen Währungen zwischen 1 1/2 - 2 % tiefer.

Gegen Mitte des Monats kam erstmals in diesem Jahr Nervosität im EWS auf: Mehrere Währungen verloren gegenüber der D-Mark an Boden. Der Druck liess jedoch schnell nach, und im System ist wieder Ruhe eingeekehrt.

Die D-Mark hat sich gegenüber dem US-Dollar und den am EWS-Wechselkursmechanismus beteiligten Währungen befestigt. Im Verhältnis zum Pfund Sterling und dem japanischen Yen verzeichnete sie dagegen Kurseinbussen. Der Index des gewogenen Aussenwerts der D-Mark gegenüber vierzehn Industrieländern betrug Ende März 173,1 % (Ende Februar 173,5 %; 1972 = 100).

An einem engen Markt kam der französische Franc um den 10. März herum unter Druck, insbesondere wegen DM-Nachfrage kommerziellen Ursprungs, danach auch, weil offene Positionen eingegangen wurden. Dies liess den Kurs vorübergehend sinken, was zur Wiederherstellung des Marktgleichgewichts beitrug und den französischen Franc wieder auf sein Kursniveau von Anfang März brachte. Der Aufpreis der Euro-Franc-Sätze gegenüber den Inlandsätzen, der 1/2 Prozentpunkt nie überstieg, war am Monatsende praktisch Null.

An einem ruhigen Markt zeigte der holländische Gulden weiterhin eine feste Grundtendenz, die sich in einem leichten Anstieg im EWS-Band widerspiegelte.

Zu Monatsbeginn blieb der belgische Franc stabil. Die Banque Nationale de Belgique senkte ihren Diskont- und Lombardsatz um je 1/4 % und kaufte erneut beträchtliche Fremdwährungsbeträge. Im weiteren Monatsverlauf verschlechterte sich die Position des belgischen Franc im EWS geringfügig.

Die dänische Krone schwächte sich leicht ab und schloss den Monat auf einer mittleren Position im schmalen EWS-Band.

Das irische Pfund notierte Anfang Monat etwas fester und verharrte dann bis zum Monatsende relativ stabil in der oberen Hälfte des EWS-Bandes. Während des Berichtszeitraums kam es zu bedeutenden Devisenzuflüssen, so dass die Central Bank of Ireland netto beträchtliche Devisenbeträge kaufte.

Im Lauf des Monats spürte die italienische Lira die erneute Schwäche des Dollars und den Anstieg des Pfund Sterling. Die Ungewissheiten, die sich wegen des Auslaufens der Plafonierung der Bankkredite und am Monatsende wegen der Veröffentlichung der Zahlungsbilanzstatistiken ergaben, beeinflussten die Lira ebenfalls. Infolgedessen schloss die Banca d'Italia den Monat als Nettoverkäuferin.

Das Pfund Sterling verzeichnete eine starke Nachfrage, die durch Erwartungen gefördert wurde, dass die Zinssätze hoch bleiben würden. Nachdem es am 7. März erstmals seit September 1986 über DM 3 stieg, legte es beträchtlich zu, ohne dass sich eine Rücknahme der britischen Leitzinsen um 1/2 Prozentpunkt (auf 8 1/2 %) und enttäuschende Handelsergebnisse dämpfend auswirkten, und schloss den Monat auf Höchstkursen. Der Index des gewogenen Aussenwerts des Pfunds stieg um 4,6 % auf 78,1 (1975 = 100).

Die griechische Drachme legte gegenüber dem US-Dollar 1,84 % zu, gegenüber der ECU schwächte sie sich um 0,4 % ab. Ihr gewogener Aussenwert blieb praktisch unverändert, hauptsächlich dank der Devisenpolitik der griechischen Behörden.

Die spanische Peseta setzte ihren Kursanstieg vor allem in der zweiten Hälfte des Monats fort und notierte am Monatsende gegenüber den EG-Währungen im gewogenen Durchschnitt um 0,6 % und gegenüber dem US-Dollar um 2,9 % höher. Die Banco de España nahm ihren Geldmarktinterventionsatz nochmals um 1/2 Prozentpunkt zurück.

Der portugiesische Escudo verlor im gewogenen Durchschnitt 0,4 %. Gegenüber dem US-Dollar festigte sich der Escudo um 1,2 %. Seit dem 1. März sind Devisentermingeschäfte bis zu einem Jahr gestattet. Die vorherige Höchstdauer von sechs Monaten war im Februar 1987 eingeführt worden.

Der Schweizer Franken büsste gegenüber dem Pfund Sterling 4 % und gegenüber dem japanischen Yen rund 1 % ein. Gegenüber den meisten anderen Währungen verzeichnete er einen leichten Kursgewinn, der gegenüber dem Dollar mit 1,7 % am deutlichsten ausfiel.

Der österreichische Schilling zeigte im März eine Festigung gegenüber dem US-Dollar um knapp 1,7 % bei einer Monatsamplitude von 2,1 %. Gegenüber der D-Mark schwankte der Schilling um 0,2 %.

Die schwedische Krone notierte innerhalb der Indexbandbreite weiterhin fest; ursächlich waren die relativ hohen Zinssätze. Am Geldmarkt stieg der Satz für Schatzwechsel mit sechsmonatiger Laufzeit um 25 Basispunkte auf 9,75 %.

Die norwegische Krone blieb recht stabil, da der Markt darauf wartete, dass das Parlament die Regierungsvorlage über Einkommen und Dividenden verabschiedete, mit der eine Mässigung der vereinbarten Nominaleinkommen für 1988 angestrebt wird. Das anhaltend hohe Niveau der inländischen Zinssätze sowie ein Anziehen der Ölpreise trugen ebenfalls zur Stabilisierung der Währung bei. Die Krone notierte gegenüber dem US-Dollar um 1,7 % fester; ihr gewogener Aussenwert ging nur geringfügig zurück.

Die Finnmark schwankte wiederum in einer engen Bandbreite. In der ersten Monatshälfte führte eine Erweiterung des Zinsgefälles gegenüber den wichtigsten Fremdwährungen zu erhöhten Zuflüssen kurzfristigen Kapitals.

Beim kanadischen Dollar hielt der seit Ende letzten Jahres offenkundig steigende Trend an; am Monatsende notierte er bei rund US-\$ 0,8100, was einer Festigung gegenüber dem US-Dollar um 2,4 % und im gewogenen Durchschnitt der Zehnergruppe um 1,5 % entspricht. Der Wertzuwachs des kanadischen Dollars hing mit folgenden Faktoren zusammen: der guten Verfassung der kanadischen Wirtschaft, den verbesserten Terms of trade und dem Kurs der Geldpolitik und der sich daraus ergebenden positiven Zinsdifferenz gegenüber US-Wertpapieren, die anhaltende Kapitalzuflüsse zur Folge hatte.

Der japanische Yen notierte gegen Ende März fester; gegenüber dem US-Dollar legte er 3,4 % und gegenüber der ECU 1,1 % zu. Ursächlich für die Kursgewinne des Yen waren vor allem eine starke überseeische Nachfrage nach japanischen Aktien und Marktspekulationen, dass die japanischen Lebensversicherungsgesellschaften ihre Dollarverkäufe beschleunigen könnten, da im April das neue Geschäftsjahr beginnt. Die Bank of Japan griff in der zweiten Monatshälfte am Markt ein, um den starken Kursanstieg der Währung zu bremsen.

II. INTERVENTIONEN

A. Interventionen in US-Dollar

Im März tätigten die Zentralbanken Nettokäufe in Höhe von US-\$ 2,5 Mrd., verglichen mit US-\$ 1,9 Mrd. im Februar. Die Bruttokäufe beliefen sich auf US-\$ 3,7 Mrd., die Bruttoverkäufe auf US-\$ 1,2 Mrd. Der bedeutendste Käufer war die Bank of Canada, der wichtigste Verkäufer die Banca d'Italia.

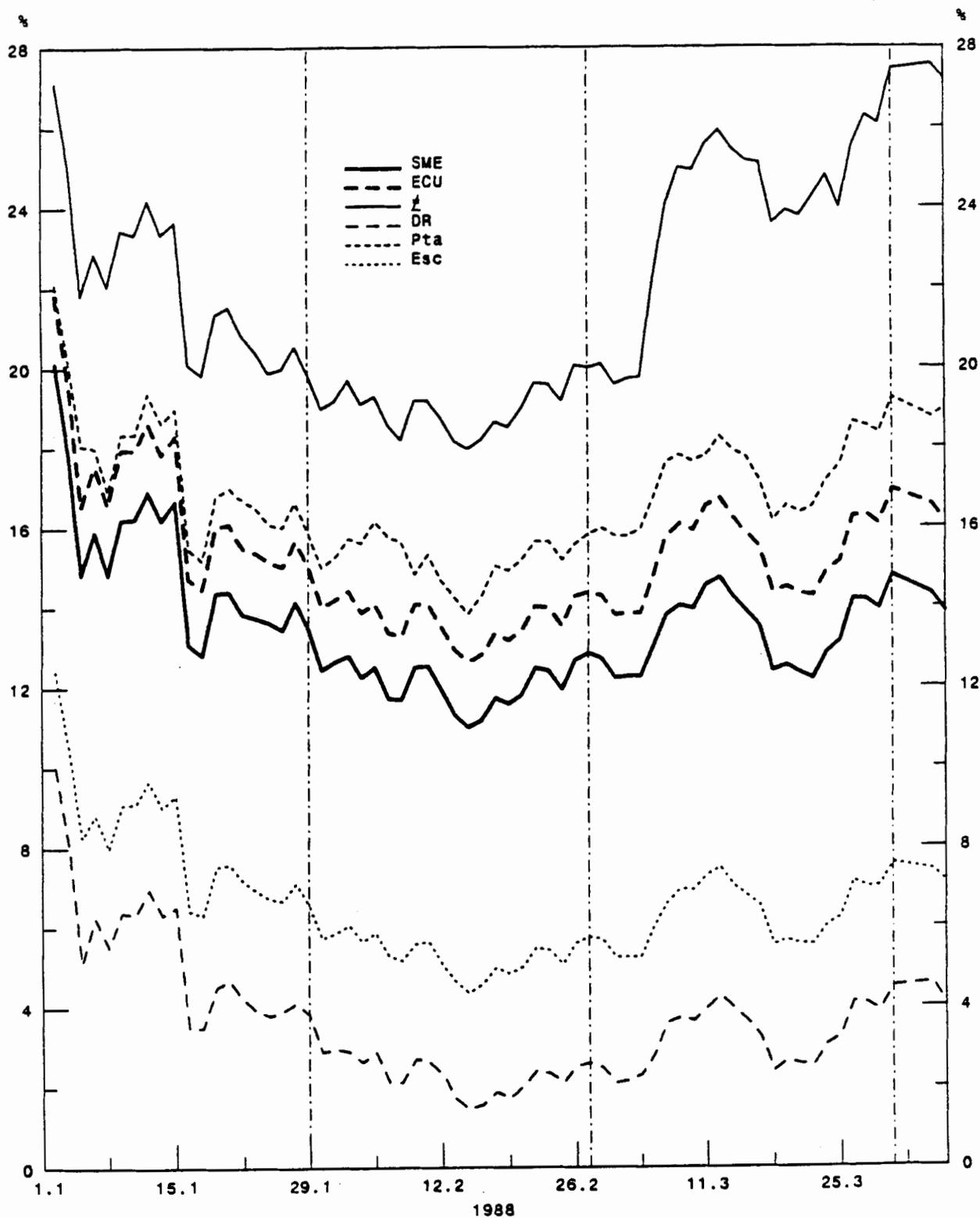
B. Interventionen in Gemeinschaftswährungen und privater ECU

Die von EG-Zentralbanken in EWS-Währungen und ECU durchgeführten Interventionen beliefen sich auf umgerechnet US-\$ 5,3 Mrd., verglichen mit US-\$ 2,2 Mrd. im Februar. Diese Interventionen bestanden zum grossen Teil aus Käufen von ECU, französischen Francs und D-Mark durch die Bank of England und DM-Käufen der Banco de España einerseits und aus DM-Verkäufen der Banca d'Italia andererseits.

III. DIE ERSTEN APRILTAGE

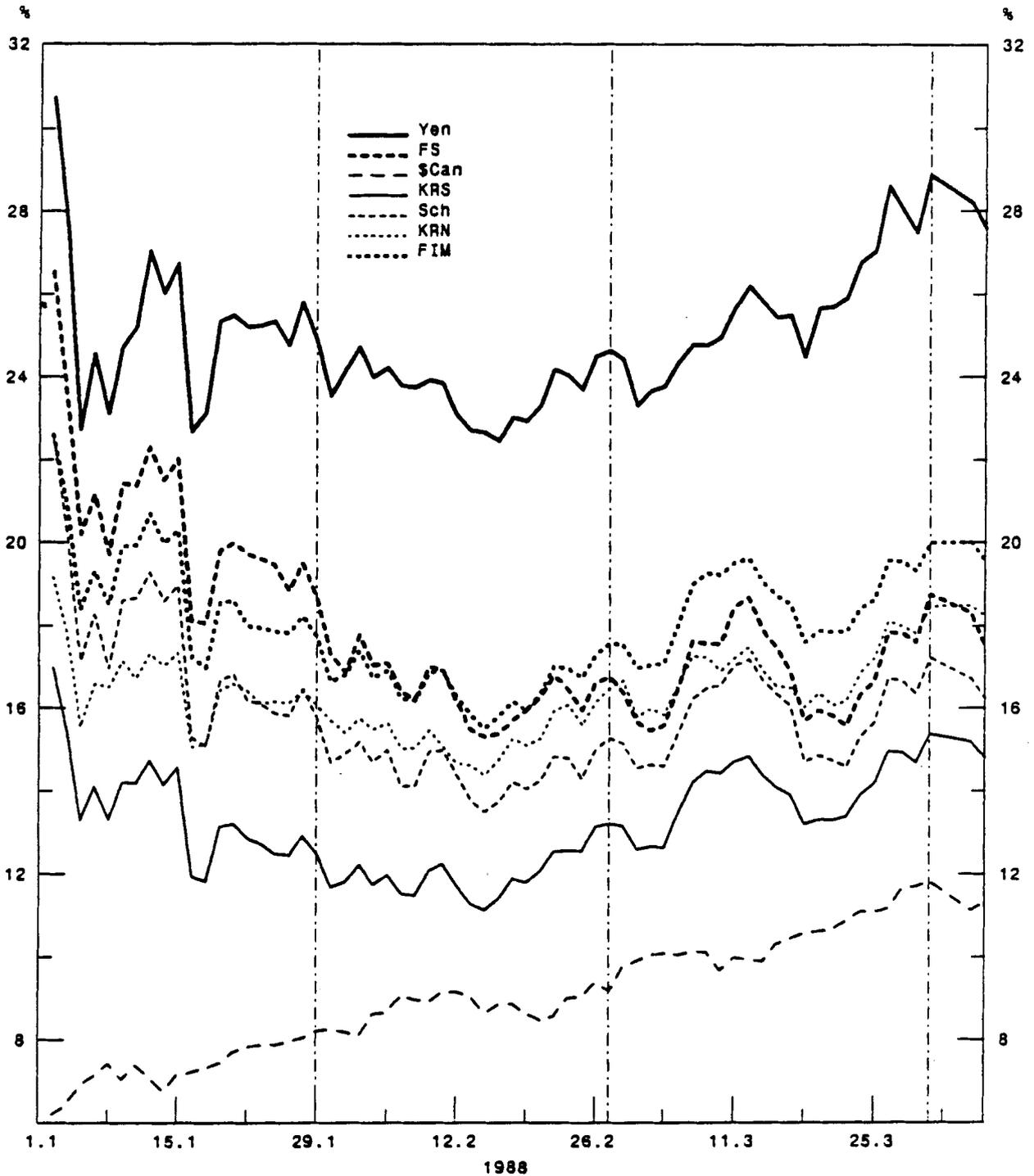
Der US-Dollar gewann per saldo ein wenig von dem im März verlorenen Terrain zurück. Zu dieser Entwicklung trug die Erwartung bei, dass die Länder der Siebenergruppe an ihrer kommenden Tagung ihr Engagement für stabile Wechselkurse erneut bekräftigen werden und dass die amerikanische Handelsbilanz für Februar ein niedrigeres Defizit ausweisen werde. Die feste Tendenz des Pfund Sterling hielt an, und die britischen Leitzinsen wurden abermals um 1/2 Prozentpunkt zurückgenommen (auf 8 %). Im EWS blieb die Lage unverändert.

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



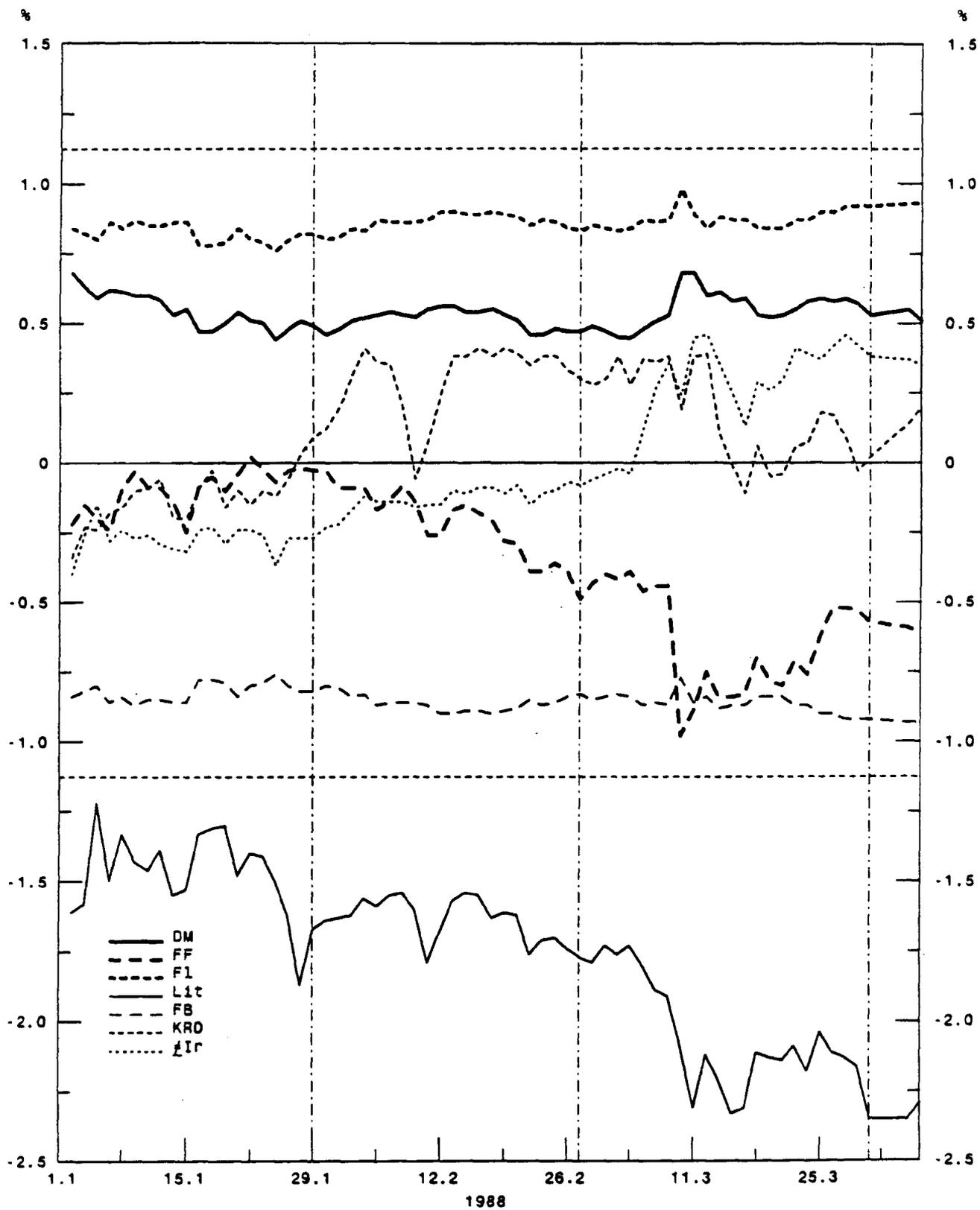
* Voir page suivante.

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



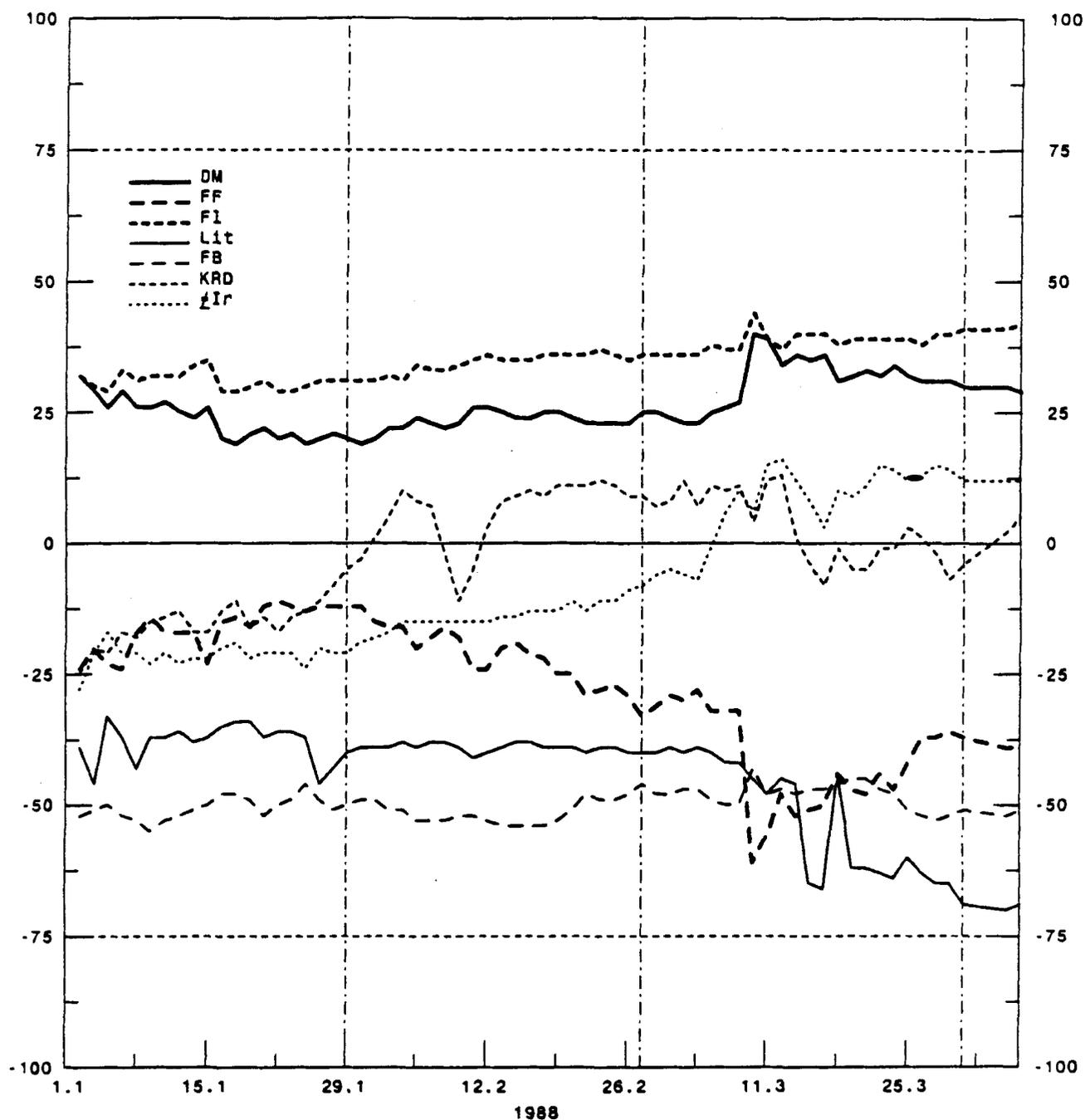
* ECU 0,93425; £ 0,6773; DR 138,7601; PTA 131,8700; ESC 146,0995;
FIM 4,7925; \$Can 1,3805; FS 1,6215; Yen 159,7993; KRS 6,7750; KRN 7,3975;
Sch 13,6520; cours médian des monnaies participant au SME 0,92913. Le
cours médian des monnaies participant au SME représente la moyenne jour-
nalière des cours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

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



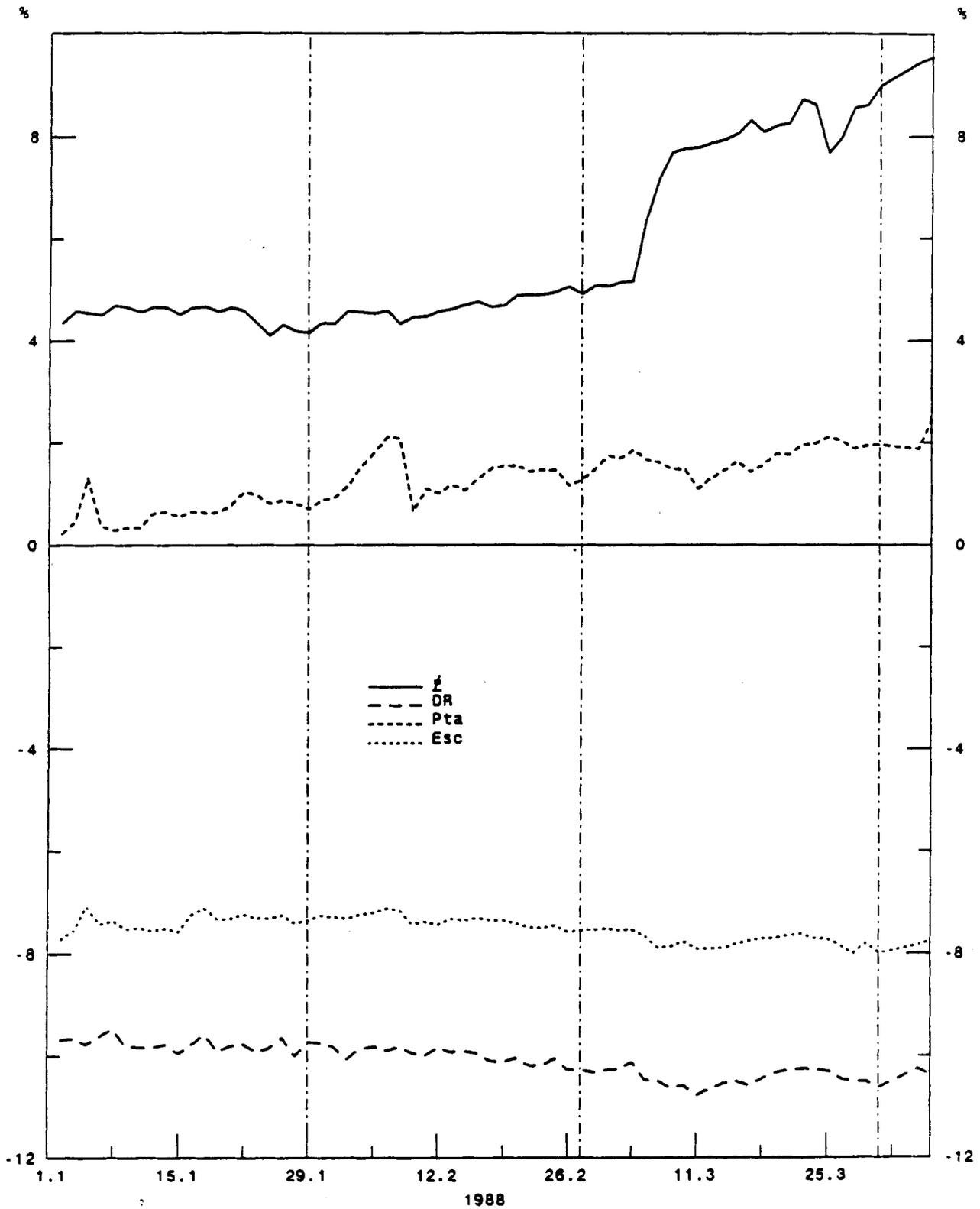
8.4.1988

EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE*



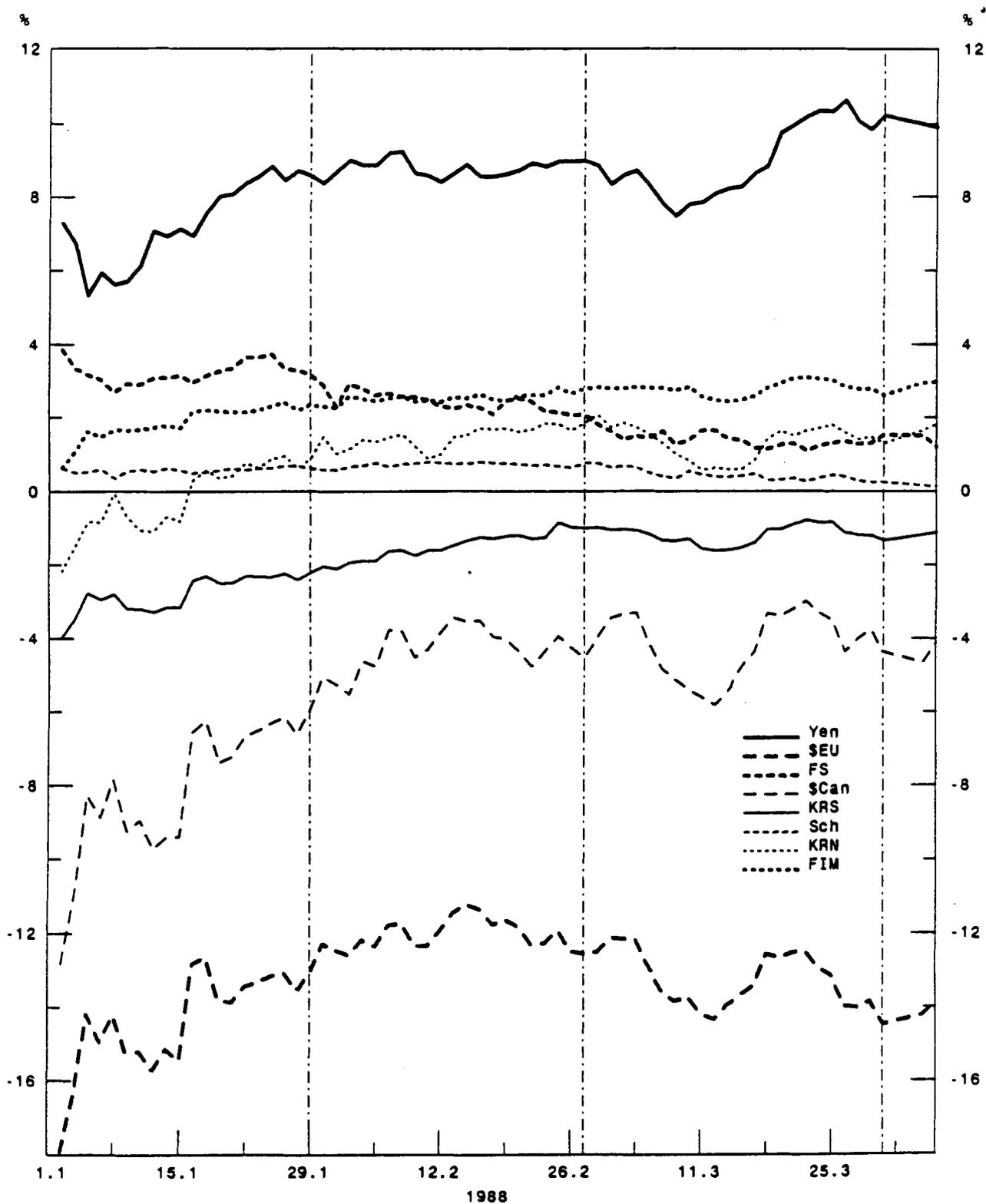
* L'indicateur de divergence a pour but de mesurer, sur une base comparable pour toutes les monnaies participant au mécanisme de change européen, la position d'une monnaie vis-à-vis de son cours-pivot ECU. L'écart maximal de divergence est le pourcentage maximal par lequel le cours de marché de l'ECU 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.

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.

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; KAN 7,91812;
Sch 14,6128; FIM 5,12978.

8.4.1988