

PROTOKOLL\*

DER 238. SITZUNG DES AUSSCHUSSES DER PRÄSIDENTEN  
DER ZENTRALBANKEN DER MITGLIEDSTAATEN  
DER EUROPÄISCHEN WIRTSCHAFTSGEMEINSCHAFT  
BASEL, DIENSTAG, 12. SEPTEMBER 1989, 9.30 UHR

---

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

---

\* Endgültige, in der Sitzung vom 14. November 1989 gebilligte Fassung, die gegenüber dem Entwurf nur einige Änderungen redaktioneller Art aufweist.

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

I. Billigung des Protokolls der 237. Sitzung

Der Ausschuss billigt das Protokoll der 237. Sitzung vorbehaltlich der im endgültigen Text zu berücksichtigenden Änderungen redaktioneller Art.

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

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

A. Referat von Herrn Dalgaard

Die "Überwachungsgruppe" widmete ihre besondere Aufmerksamkeit den Fragen zur italienischen Lira und zur spanischen Peseta, nachdem sie zunächst kurz die Situation des Dollars besprochen hatte. Nach einer gewissen Abschwächung von Mitte Juni an festigte sich der Dollar ab Anfang August erneut und erreichte in den letzten Tagen den Kurs von DM 2 oder fast wieder den höchsten im Juni verzeichneten Kurs. Diese Entwicklung ist das Ergebnis mehrerer Faktoren, insbesondere des grossen Vertrauens in den Dollar, das vielleicht damit zusammenhängt, dass seit zweieinhalb Jahren Dollaranlagen im Durchschnitt rentabler erscheinen als DM- oder Yen-Anlagen. Das Zinsgefälle zugunsten des Dollars ist relativ klein, kleiner als zu Anfang des Jahres, und erklärt somit die Festigkeit des Dollars nicht. Hingegen wird dieser dadurch gestützt, dass die Märkte damit rechnen, dass das Wachstum der amerikanischen Wirtschaft anhält und dass die Geldpolitik daher nicht gelockert wird. Was die Aussichten für die nahe Zukunft betrifft, so ist nicht auszuschliessen, dass Anzeichen einer spürbaren Verlangsamung des amerikanischen Wirtschaftswachstums oder schlechte Aussenhandlungsergebnisse einen starken Kursrückgang des Dollars auslösen. Das könnte zu Problemen für den EWS-Wechselkursmechanismus führen, da die

Verschlechterung der europäischen Zahlungsbilanzen nicht alle Länder gleich belasten würde. Wahrscheinlicher ist jedoch, dass das Wachstum in den USA anhält und die Zinssätze auf ihrer jetzigen Höhe bleiben. Ein weiterer Hausedruck auf den Dollar ist nicht auszuschliessen, was angesichts der amerikanischen Eckdaten für den Anpassungsprozess nicht günstig wäre. Es herrscht keine Einigkeit über mögliche Vorgehensweisen. Einige sind der Ansicht, die Zentralbanken müssten ihren Willen bekunden, den Dollarkurs unter DM 2,03 - dem Höchstkurs vom vergangenen Juni - zu halten, um einen erneuten Anstieg über diesen Kurs hinaus zu verhindern. Andere finden, Interventionen seien wenig erfolgversprechend, solange die "Fed" und die Bank von Japan, die bisher Zurückhaltung übten, nicht entschlossen mitmachen.

Man diskutierte über die umfangreichen Interventionen der Banca d'Italia. Das überaus kräftige Wachstum in Italien und die zu schwache Haushaltspolitik machen eine restriktive Geldpolitik nötig und führen somit zu hohen Zinssätzen, die Kapital anziehen. Die Banca d'Italia hat eine gewisse Aufwertung der Lira in Kauf genommen - in der Grössenordnung von 4 % seit dem Herbst 1988 -, was sich günstig auf die Preise, aber ungünstig auf die Wettbewerbsfähigkeit auswirkt. Dieser Wertzuwachs wurde auf einem Stand angehalten, der mehr oder weniger dem oberen Rand des schmalen Kursbandes entspricht, so dass man sich de facto den Währungen, für die das schmale Band gilt, anschloss. Einige Experten waren der Meinung, dass es schwieriger sein dürfte, eine solche Politik zu verfolgen, als tatsächlich im System mit dem schmalen Kursband mitzumachen, wo die Unmöglichkeit eines weiteren Anstiegs die Erwartungen in Grenzen halten würde. Die Experten der Banca d'Italia sind von dieser Argumentation nicht überzeugt. Es waren nämlich sehr umfangreiche Interventionen nötig, um den Kursrückgang der Lira zu stoppen - rund US-\$ 5 Mrd. seit Anfang Juli -, und die Banca d'Italia ist sich bewusst, dass solche Interventionen nicht über längere Zeit durchgehalten werden können. Man rechnet jedoch mit einer baldigen Verschärfung der Haushaltspolitik: Das Budget für 1990, das vor Ende September vorgelegt werden wird, sollte Massnahmen in diesem Sinne enthalten, und andere Massnahmen sollten sich schon im vierten Quartal 1989 auswirken. Wenn dies wirklich eintritt, sollten die Zinssätze sowie der Lira-Kurs zurückgehen. Aus eben diesem Grund wünscht die Banca d'Italia zum jetzigen Zeitpunkt keine erneute Festigung der Lira, während sie auf einen baldigen Rückgang hofft. Die Banca d'Italia würde jedoch ihre Politik überdenken,

falls die Massnahmen zur Haushaltsstraffung nicht dem vorgesehenen Plan entsprechen.

Die Lage Spaniens ähnelt in mancher Beziehung jener Italiens: Das Wachstum ist kräftig, die Haushaltspolitik ist ungenügend und muss daher durch eine restriktive Geldpolitik ergänzt werden. Die hohen Zinssätze lösten zeitweise umfangreiche Interventionen auf der Kaufseite (rund US-\$ 27 Mrd. in den Jahren 1988 und 1989) und einen starken Wertzuwachs der Peseta (rund 10 %) aus. In letzter Zeit hat sich die Lage offenbar etwas beruhigt. Die Zinssätze sind immer noch hoch, aber man rechnet damit, dass sie allmählich sinken könnten. Im Lauf der Monate ist nämlich die Haushaltspolitik weniger expansiv geworden, und im Juli wurden Massnahmen zu ihrer Verschärfung ergriffen. Schliesslich erwartet man, dass die Regierung bei den kommenden vorgezogenen Wahlen wieder gewählt wird und dass sie die Haushaltspolitik straffen wird. Aus diesem Grund war wahrscheinlich seit Anfang August keine nennenswerte Intervention mehr erforderlich. Überdies hat die Banco de España diese Entwicklung gefördert, indem sie hinnahm, dass die Peseta ihrem oberen Interventionspunkt sehr nahe kam, was die möglichen Kursgewinne vermindert und die potentiellen Verluste erhöht. Am 8. und 11. September fanden in Kopenhagen und Madrid einige Interventionen an den Interventionspunkten oder nahe daran statt. Es ist zu hoffen, dass diese Interventionen Ausnahmecharakter haben und nicht den Beginn neuer Kapitalzuflüsse nach Spanien ankünden.

Am entgegengesetzten Ende des Bandes notiert die dänische Krone nahe ihrem Interventionspunkt gegenüber der Peseta. Die grundlegende Situation in Dänemark hat sich nicht verändert. Die dänische Krone ist stabil und hat sich sogar gegenüber der D-Mark leicht gefestigt; ihre relative Schwäche im Mechanismus dauert schon recht lange an und spiegelt das schwache Wirtschaftswachstum wider, das so niedrige Zinssätze erfordert, wie die internationalen Umstände es zulassen. Die dänischen Behörden haben die Zinssätze im Anschluss an die in Deutschland vorgenommene Erhöhung angehoben, um die Differenzen beizubehalten; es wäre problematischer, wenn man sich dem sehr hohen Niveau der spanischen Zinssätze anpassen müsste.

Die Erfahrungen mit der italienischen Lira und der spanischen Peseta zeigen, dass es möglich ist, während einer gewissen Zeit eine gewisse Unabhängigkeit der Geldpolitik zu bewahren. Beide Länder haben höhere Zinssätze angewendet, als von der internationalen Lage her erforderlich gewesen wäre, was Kapitalzuflüsse auslöste, auf die sie mit einem

Ansteigenlassen des Wechselkurses und bedeutenden Kaufinterventionen reagierten. Aber es ist klar, dass eine solche Entwicklung nicht sehr lange andauern kann. Beide betroffenen Länder sind sich dessen durchaus bewusst: Es scheint, dass die Situation nun in Spanien praktisch unter Kontrolle ist und dass sie sich in Italien mit dem neuen Budget verbessern sollte.

Die "Überwachungsgruppe" diskutierte ferner die Interventions-techniken und die Wahl der Interventionswährungen, namentlich im Zusammenhang mit den Interventionen der Banca d'Italia. Bedeutende Dollarkäufe sind offensichtlich nicht zweckmässig, wenn die amerikanische Währung fest notiert, während auf den ersten Blick die D-Mark die geeignete Wahl scheint, da die deutschen Behörden einen festeren DM-Kurs wünschen. Nun zögerte aber die Deutsche Bundesbank, umfangreichen Käufen zuzustimmen, insbesondere mit den Argumenten, die D-Mark liege im schmalen Kursband schon hoch, die angehäuften D-Mark könnten später zu einem ungünstigen Zeitpunkt verkauft werden, und man solle lieber schwächere Währungen wie die dänische Krone kaufen. Einige Experten wiesen darauf hin, dass die Märkte für diese Währungen begrenzt sind, während der DM-Markt sehr gross ist und daher ohne nennenswerte Auswirkungen bedeutende Interventionen verkraften kann. Tatsächlich hat die Banca d'Italia dann D-Mark gekauft, in den von der Bundesbank bewilligten Grenzen, in etwa gleichem Umfang US-Dollars, was die Auswirkungen auf die Kursrelation US-\$/DM neutralisierte, sowie kleinere Beträge an Ecu, französischen Francs und dänischen Kronen.

Die Banco de Portugal kaufte ebenfalls Dollars, wie sie es regelmässig tut, aber in höheren Beträgen als gewöhnlich (über US-\$ 1 Mrd. im August).

Insgesamt saldierten sich die Dollarinterventionen im Juli und August zu Nettokäufen, trotz der Festigkeit und steigenden Tendenz des Dollars und trotz des konzertierten Vorgehens zum Bremsen des Anstiegs. Die Experten sind hinsichtlich dieser Situation zu keinem schlüssigen Ergebnis gekommen, aber sie sind der Ansicht, dass eine bessere Koordination unerlässlich ist.

Die Experten konnten sich nur noch sehr kurz mit weiteren wichtigen, aber vielleicht weniger dringlichen Fragen befassen. So ist das Andauern eines hohen Leistungsbilanzüberschusses in Deutschland besorgniserregend, um so mehr, als eine Abnahme in naher Zukunft angesichts des realen Wertverlusts der D-Mark wenig wahrscheinlich ist. Deren Kurs wird weiterhin von den Kapitalabflüssen dominiert. Nach der Abschaffung der Quellensteuer

haben die Abflüsse langfristigen Kapitals aufgehört, kurzfristiges Kapital wird jedoch in grossem Umfang in Länder mit relativ hohen Zinssätzen, wie z.B. Italien, exportiert. Ohne diese Abflüsse hätte die Stärke der deutschen Wirtschaft zu einer Festigung der D-Mark führen müssen.

#### B. Referat von Herrn Papademos

Die Stellvertreter konzentrierten ihre Diskussion auf wirtschaftspolitische Probleme und die Dilemmas, denen sich einige Länder der Gemeinschaft gegenübersehen, deren Lage durch Inflationsdruck, Haushalts- und/oder Leistungsbilanzdefizite sowie Währungen gekennzeichnet ist, die sich gegenüber den Währungen von Ländern mit niedriger Inflationsrate und Leistungsbilanzüberschüssen aufwerten. Dieses Diskussionsthema gründet sich weitgehend auf der anhaltenden Festigkeit der italienischen Lira und der spanischen Peseta.

In Italien mussten die Währungsbehörden, die sich einem unzuweckmässigen "policy mix" gegenübersehen, hohe Zinssätze und die dadurch bewirkte Festigung der Lira in Kauf nehmen, um die Inflation zu bekämpfen, aber der Preis dafür ist eine Einbusse an internationaler Wettbewerbsfähigkeit. Der Wertzuwachs der Lira wäre ohne die Interventionen der Banca d'Italia noch grösser gewesen. Die Haushaltspolitik ist unzureichend, um das übermässige Wachstum der inländischen Gesamtnachfrage zu bremsen, und die Geldpolitik ist überlastet und muss mehrere unterschiedliche Ziele verfolgen.

In Spanien hängt der Kursanstieg der Peseta ebenfalls mit der seit Juli restriktiver ausgerichteten Geldpolitik zusammen, die das Wachstum der Inlandsnachfrage und den Inflationsdruck vermindern soll. Die Banco de España liess die Peseta gegenüber der dänischen Krone bis zum oberen Rand des erweiterten Kursbandes ansteigen und intervenierte in nur unbedeutendem Umfang. Das Verhältnis zwischen Haushalts- und Geldpolitik spielt jedoch beim Kursanstieg der Peseta eine weniger bedeutende Rolle als bei jenem der Lira. Die Haushaltssituation entwickelt sich nämlich in Spanien günstig: Der zu finanzierende Saldo des öffentlichen Sektors sollte im Lauf von 1989 auf 2,5 % des BIP zurückgeführt werden.

Im Zusammenhang mit diesen Entwicklungen haben die Stellvertreter verschiedene Politikprobleme diskutiert. Erstens: Was könnte man tun, um das "policy mix" in gewissen Ländern zu verbessern? Zweitens: Die Dauer des scheinbar paradoxen Verhaltens der Devisenmärkte, d.h. ist die Lage

unhaltbar geworden? Drittens die Frage der Zweckmässigkeit von Interventionen anstelle von Änderungen der Wechselkurse. Schliesslich die Frage der Wahl der Interventionswährungen.

Was die erste Frage betrifft, die Abstimmung des wirtschaftspolitischen Instrumentariums, erklärte der italienische Stellvertreter, dass man nach der Vorlage des neuen Budgets durch die Regierung Ende September mit einer ziemlich raschen Verschärfung der Haushaltspolitik rechne. Wenn das Haushaltsprogramm wirksame Massnahmen beinhaltet, wäre der Markt überzeugt, dass man das Defizit des öffentlichen Haushalts in den Griff bekomme, und das würde eine leichte Lockerung der Geldpolitik ermöglichen. In Spanien ist die Haushaltsslage zwar nicht so ernst wie in Italien, aber man sollte sich doch um eine Verbesserung bemühen. Man rechnet mit Haushaltsreformen, falls die jetzige Regierung die kommenden Wahlen gewinnt. In mehr genereller Hinsicht wurde die Meinung vertreten, man sollte auf die Regierungen, die die Haushaltsprobleme nicht effizient anpacken, Druck ausüben, damit sie in der richtigen Richtung vorgehen. Ein Stellvertreter wies jedoch darauf hin, dass es keine direkte Beziehung zwischen Haushaltsdefiziten und den Leistungsbilanzdefiziten gebe und dass infolgedessen eine restriktive Haushaltspolitik nicht unbedingt zu einer Verbesserung der Leistungsbilanz führe.

Die Stellvertreter sind sich darin einig, dass die Dauer des paradoxen Verhaltens der Devisenmärkte nicht genau vorherzusehen ist und dass die Märkte die Lage noch nicht als unhaltbar ansehen, aber dass sie mit der Zeit unhaltbar werden könnten. Die Märkte könnten jedoch ihre Einschätzung rasch ändern, wenn sie die wirtschaftlichen Ungleichgewichte als potentiell unhaltbar beurteilten, was zur Schlussfolgerung führt, dass Korrekturmassnahmen so rasch und so weitgehend als möglich ergriffen werden sollten.

Hinsichtlich der Zweckmässigkeit der Interventionen wurde vermerkt, dass, sollten die Länder mit starker Inflation ihre Währungen weiter ansteigen lassen, die Länder mit vergleichsweise stabileren Preisen die Inflation importieren würden; man kommt somit zum Schluss, dass Interventionen erwünscht sein können. Speziell wurde auf die italienische Lage verwiesen, und einige meinten, wenn für die Lira das schmale Kursband des Wechselkursmechanismus gelten würde, wäre ihr Kursanstieg begrenzt. Der italienische Stellvertreter bezweifelte, dass die Teilnahme der Lira am schmalen Kursband das Problem lösen würde, da ja die Kapitalbewegungen in

Italien mit der Finanzierung einer blühenden Wirtschaft zusammenhängen und nicht spekulativer Art sind; er stimmt jedoch zu, dass eine flexible Interventionspolitik nötig sei.

Die Stellvertreter besprachen ferner die Frage der Wahl der Interventionswährungen. Ein Stellvertreter fragte sich, warum die Deutsche Bundesbank gegen die Verwendung der D-Mark als Interventionswährung sei, wenn solche Interventionen keine monetären Auswirkungen haben und andere Länder, die nicht am Wechselkursmechanismus teilnehmen, die D-Mark ohne Einschränkung verwenden können. Der deutsche Stellvertreter erklärte, die Bundesbank verhindere die Verwendung der D-Mark als Interventionswährung nicht, sondern schränke nur die Beträge ein. Für diese Politik gebe es drei wesentliche Gründe. Erstens, wenn die Marktkräfte stark seien und Druck auf den Wechselkurs ausübten, sollte dieser frei schwanken können, um das Kursrisiko zu erhöhen und auf diese Weise grosse Kapitalbewegungen abzuschrecken. Zweitens, wenn die D-Mark sich festige und andere Zentralbanken grosse Beträge dieser Währung angesammelt haben, könnte es verlockend sein, den Kursanstieg der D-Mark durch Interventionen zu bremsen, was im Widerspruch zu den Eckdaten stünde. Drittens, wenn die Peseta nahe am oberen Rand des erweiterten Kursbandes notiere, könnten DM-Interventionen Probleme für die Währungen schaffen, für die das schmale Band gilt, und es wäre daher besser, für die Interventionen schwächere Währungen zu verwenden.

Schliesslich befassten sich die Stellvertreter mit den Aussichten für Wirtschaftsergebnisse und -politik in Deutschland und vermerkten, dass das Bruttoinlandsprodukt ein rasches Wachstum verzeichnet, während der Handelsbilanzüberschuss gegenüber den anderen Ländern der Gemeinschaft zunimmt, sich aber gegenüber den Vereinigten Staaten deutlich verringert. Ein wachsender Handelsbilanzüberschuss kann auf die Dauer nicht gehalten werden. Eine Aufwertung der D-Mark ist eine mögliche Massnahme, aber eine bessere aussenwirtschaftliche Anpassung würde eine Senkung der Inlandsnachfrage in Ländern wie Grossbritannien, Italien und Spanien erfordern. Wenn das Wachstum anhält, wird man Massnahmen ergreifen müssen, damit nicht wieder ein Teuerungsschub entsteht. Trotz der derzeit mässigen Teuerungsrates in Deutschland ist das makroökonomische Umfeld so, dass ein Wiederaufleben des Inflationsdrucks nicht ausgeschlossen werden kann. Die Geldpolitik sollte auch in Zukunft vorsichtig bleiben, und es könnte sogar eine Verschärfung nötig werden. Das Geldmengenwachstum liegt sehr nahe der Zielvorgabe von 5 %, aber eine Überschreitung würde diesmal nicht geduldet

werden. Die jetzige wirtschaftliche Lage unterscheidet sich insofern ziemlich stark von jener in den Jahren 1986/87, als die meisten Länder, einschliesslich Deutschland, zur Zeit ein rasches Wirtschaftswachstum und Inflationsdruck verzeichnen. Auf Fragen hin präzisierte der deutsche Stellvertreter, dass die jüngst vorgenommene Änderung des Rediskontsatzes keine grundsätzlichen geldpolitischen Auswirkungen habe, sondern eine technische Neugestaltung sei. Die Kapitalströme hätten sich kürzlich gedreht, so dass man Nettozuflüsse habe, aber die Abflüsse kurzfristigen Kapitals seien beträchtlich.

### C. Diskussion des Ausschusses

Herr Pöhl fragt sich, ob angesichts der soeben beschriebenen Situation Italien und Spanien nicht die Abschaffung ihrer Kapitalverkehrsbeschränkungen oder zumindest eine beschleunigte Liberalisierung in Betracht ziehen könnten. Eine solche Politik wäre zweckmässiger als übermässige Interventionen, die für jene Länder Probleme schaffen, deren Währungen im schmalen Kursband relativ schwach sind, wie z.B. Dänemark.

Herr Ciampi ruft in Erinnerung, dass sich die Lira im August gefestigt hat und dass die Interventionen den Zweck hatten, diesen Kursanstieg zu bremsen, der sonst noch stärker gewesen wäre. Innerhalb von wenigen Monaten habe sich die Lira gegenüber der D-Mark nominal um 4 %, real um 6 % aufgewertet. Die Banca d'Italia bemühte sich nicht um eine starke Lira, aber mehrere Faktoren gaben ihr Auftrieb. Angesichts einer solchen Entwicklung müsse man navigieren, so gut es gehe; insbesondere habe man den Wertzuwachs der Währung benutzt, um die Inflation zu bekämpfen und so eine unzureichende Haushaltspolitik zu ersetzen. Es seien schon Ergebnisse verzeichnet worden, in dem Sinne, dass sich der Anstieg der Konsumentenpreise, der sich in einem Jahr um 2 Punkte beschleunigt und eine Rate von 7 % erreicht hatte, seit August wieder verlangsamt habe, und man hoffe, in einigen Monaten wieder bei einer Jahresrate von 6 % zu sein. Hingegen wirke sich die Festigkeit der Lira selbstverständlich eher negativ auf die Handelsbilanz aus, und man müsse daher die Vor- und Nachteile einer starken Lira gegeneinander abwägen.

Die italienische Regierung habe sich verpflichtet, eine haushaltspolitische Initiative zu ergreifen, die den Finanzierungsbedarf des öffentlichen Haushalts senken soll. Diese Initiative, die von der Regierung bis Ende September verabschiedet werden sollte, umfasse zwei Teile: Der

erste betreffe das Budget für 1990, das am kommenden 1. Januar nach der Annahme des Finanzgesetzes durch das Parlament in Kraft treten sollte; der zweite beinhalte Massnahmen, die ab 1. Oktober 1989 in Kraft gesetzt würden, um die Inlandsnachfrage, vor allem den Konsum, zu bremsen. Eine starke Lira und eine restriktive Geldpolitik übten daher Druck sowohl auf die Regierung aus, um sie zum Handeln zu drängen, als auch auf die Unternehmen, damit sie bei den demnächst beginnenden Verhandlungen über die Kollektivverträge wachsam seien.

Hinsichtlich der Interventionspolitik dankt Herr Ciampi der Bundesbank für das Verständnis, das sie in den täglichen Kontakten gezeigt habe. Wie Herr Papademos gesagt habe, wäre es jedoch von Nutzen, wenn die Experten die Frage der Flexibilität der Interventionen erneut prüften. Die Banca d'Italia habe ihre Interventionen diversifiziert, indem sie auch Ecu und dänische Kronen verwendet habe, und sie habe sich verhalten, als ob für die Lira das schmale Kursband gelte. Auf diese Weise könne Druck auf die Regierung ausgeübt und die öffentliche Meinung davon überzeugt werden, dass es wünschenswert wäre, die erweiterte Bandbreite aufzugeben und das schmale Kursband anzuwenden.

Was die Bemerkung von Herrn Pöhl betrifft, so bezweifelt Herr Ciampi, dass eine vorgezogene Liberalisierung des kurzfristigen Kapitalverkehrs Abhilfe schaffen würde. Einer der Gründe für die derzeitige Stärke der Lira liege ja gerade in den schon ergriffenen Liberalisierungsmassnahmen; man dürfe daher annehmen, dass die sofortige Liberalisierung der monetären Bewegungen - anstatt erst am 1. Juli 1990 - nur noch mehr Kapital nach Italien ziehen und somit die Lage keineswegs verbessern würde. Die Märkte hätten Vertrauen in die italienische Realwirtschaft, in die Lira und das EWS und erwarteten in naher Zukunft keine Leitkursanpassung.

Herr Rubio erklärt, die Haushaltspolitik in Spanien sei, wie von Herrn Dalgaard erwähnt, im Lauf der letzten Monate restriktiver gestaltet worden, was 1989 eine Verminderung des Defizits der öffentlichen Hand auf 2,5 % des BIP ermöglichen sollte, anstatt 3 % wie 1988 und 4 % wie 1987. Man könne sagen, dass die Regierung getan habe, was im jetzigen Moment getan werden konnte. Überdies habe der Premierminister angekündigt, dass der Haushaltsplan für 1990 rigoroser sein werde als jener für 1989, und Ende Oktober würden vorgezogene Wahlen stattfinden. Die haushaltspolitischen Massnahmen allein könnten jedoch bestimmt nicht alle Probleme lösen. In der Tat sei das derzeitige Defizit des öffentlichen Haushalts relativ

klein, verglichen mit anderen Ländern, und die Erfahrung habe gezeigt, dass selbst mit einem geringeren Defizit oder gar mit einem Überschuss in einigen Ländern die gleichen Probleme bestehen. Die Geldpolitik habe daher ebenfalls das Ihre tun müssen und sei verschärft worden. Es gebe jedoch Grenzen für die Zinssätze und die Reservekoeffizienten, die über ein gewisses Mass hinaus nicht mehr angehoben werden könnten. Im vergangenen Juli habe die Banco de España die Banken gebeten, die Expansion ihres Kreditgeschäfts zu bremsen und die Expansionsrate von 22 % im ersten Halbjahr auf 12 % für das zweite Halbjahr zurückzubringen. Es sei noch zu früh, um das Ergebnis dieser Ermahnung vorherzusagen, aber man habe Hoffnung. Schon im Juli habe man eine verlangsamte Expansion der breit definierten Geldmenge beobachtet, und dieser Trend habe sich im August fortgesetzt. Die deutlich überhitzte Wirtschaft sollte sich daher allmählich beruhigen, und die abgebremste Nachfrage sollte eine Zinssatzsenkung ermöglichen und die auf der Peseta lastenden Spannungen mildern.

In einem solchen Umfeld wäre die Liberalisierung des Kapitalverkehrs ganz bestimmt keine Lösung. Die Mehrheit der Kapitalimporte entspreche Investitionen, und die Liberalisierung des kurzfristigen Kapitalverkehrs wäre daher wirkungslos. Man könnte die Kapitalexporte fördern, aber das Wesentliche sei in diesem Bereich schon getan worden, und eine vollständige Liberalisierung von Pesetakrediten an Gebietsfremde bliebe angesichts der hohen Zinssätze ganz gewiss ohne Wirkung. Ferner sei anzumerken, dass die Interventionen im August viel geringer gewesen seien, was beruhigend sei.

Abschliessend erklärt Herr Rubio, er glaube nicht, dass zur Zeit andere Strategien zu verfolgen seien: Man müsse weiterhin die Inlandsnachfrage drosseln und den günstigen Moment abwarten, um einen Rückgang der Zinssätze einzuleiten, was jedoch vor den Wahlen Ende Oktober nicht möglich scheine.

Herr Tavares Moreira legt dar, die Banco der Portugal habe in der Tat im Juli und vor allem im August Dollars gekauft, im August über US-\$ 1,2 Mrd. Die strukturellen Schwächen und die Starrheiten der portugiesischen Wirtschaft erklärten, warum der Wechselkurs als Anpassungsinstrument verwendet werde. Real habe der Escudo eigentlich deutlich an Wert gewonnen, trotz der vorgenommenen schrittweisen Abwertung, die aber das Inflationsgefälle von rund 7 % gegenüber dem Gemeinschaftsdurchschnitt nur teilweise ausgleiche. Die realen Zinssätze seien in Portugal relativ

niedrig, sogar leicht negativ für die Termineinlagen. Die Banco de Portugal habe einen guten Teil der gekauften Dollars wieder am Markt verkauft, um die Aufteilung des Devisenportefeuilles zu korrigieren. Die Zentralbank werde wahrscheinlich weiter Devisen kaufen, aber sie erwäge eine Diversifizierung und Reform ihrer Interventionspolitik und werde die anderen Zentralbanken im Rahmen der "Dalgaard-Gruppe" darüber auf dem laufenden halten.

Die portugiesischen Behörden hätten kürzlich eine wichtige Massnahme zur Liberalisierung des Kapitalverkehrs ergriffen: Sie erlaubten nun den Gebietsansässigen, ausländische Wertpapiere zu kaufen. Diese Massnahme ändere eine seit 80 Jahren bestehende Situation, dürfte jedoch kurzfristig keine grossen Auswirkungen haben.

III. Verabschiedung des Ausschussberichts an die EG-Finanzminister über die Entwicklung an den Devisenmärkten der neunzehn an der Konzertation beteiligten Länder im Juli, August und in den ersten Septembertagen 1989

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

IV. Gedankenaustausch über die Vorbereitung der ersten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion

Der Vorsitzende macht auf den Entwurf eines Briefs an den Präsidenten Delors aufmerksam; der Entwurf ist an die Zentralbankpräsidenten verteilt worden und betrifft die Änderungen, die sie an dem am 28. Juli gebilligten Entwurf des Beschlusses des Rats anbringen wollen.

Nach den Bemerkungen einiger Gouverneure wird der Text des Briefs wie folgt leicht geändert:

- in Artikel 3, Absatz (1) wird der Artikel "the" vor "stability" eingefügt;
- im Punkt 2 des Briefs wird die Wendung "redraft of the" vor "1964 Council Decision" eingefügt;
- der gestrichene Absatz des ursprünglichen Ratsbeschlusses von 1964 wird in seinem damaligen Wortlaut wieder eingefügt, also

"Bei der Wahrnehmung seiner Aufgaben verfolgt der Ausschuss die Entwicklung der Währungslage innerhalb und ausserhalb der Gemeinschaft" - "In carrying out its task, the Committee shall keep under review the trend of the monetary situation both inside and outside the Community".

Herr Christophersen erklärt, die Kommission plane die Annahme der formellen Vorschläge zu einem Beschluss in der kommenden Woche an ihrer wöchentlichen Sitzung vom 20. September 1989, und er legt einige Bemerkungen vor, namentlich zu den von den Notenbankpräsidenten vorgeschlagenen redaktionellen Änderungen. Es sei wichtig, Konflikte zwischen den verschiedenen Organen zu vermeiden, und daher sei es nützlich, in Artikel 3 Absatz (1) die Wendung "within their competences" einzufügen, die bedeute, dass es noch andere kompetente Organe im Bereich der Bankenaufsicht gebe. Es sei ferner nützlich, die im noch gültigen Beschluss von 1964 geäußerte Idee wieder einzubringen, dass "der Ausschuss die Entwicklung der Währungslage innerhalb und ausserhalb der Gemeinschaft [verfolgt]".

Herr Christophersen bezieht sich auf den Bericht des "Delors-Ausschusses" und die Schaffung von drei Unterausschüssen durch den Ausschuss der Zentralbankpräsidenten, nämlich für Geldpolitik, für Devisenpolitik und für Bankenaufsicht. Er verstehe, dass der Ausschuss der Zentralbankpräsidenten durchaus in Erwägung ziehe, diese drei Unterausschüsse zu schaffen; man hätte sie vielleicht im Beschluss des Rates erwähnen können, aber es genüge, wenn sie in der Geschäftsordnung des Ausschusses genannt würden, sofern man darüber Institutionen wie das Europäische Parlament oder den Rat der Gemeinschaften informieren könne, die dazu vielleicht Fragen stellen wollen.

Der Vorsitzende ruft in Erinnerung, dass die Zentralbankpräsidenten am Montag einige der Fragen zur Vorbereitung der ersten Etappe der Wirtschafts- und Währungsunion diskutiert haben. Der Gedankenaustausch sollte fortgesetzt werden, insbesondere sollte das Mandat, das den Stellvertretern für die kommenden Monate zu geben ist, präzisiert werden. Die dringlichsten Fragen schienen die Organisation des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten und die Geschäftsordnung. Herr Ciampi habe eine Note verteilen lassen, deren Schwerpunkt auf einem volkswirtschaftlichen Sekretariat oder einem Analysestab liege, und Herr Hoffmeyer habe einen Brief über die operationellen Mechanismen für die geldpolitische Koordinierung übermittelt.

Herr Pöhl hält fest, dass sich die Stellvertreter nicht auf die soeben vom Vorsitzenden erwähnten beiden Dokumente beschränken dürften; sie sollten eine Liste der Fragen erstellen, die im Hinblick auf die von den Zentralbankpräsidenten später in einem grösseren Zusammenhang zu fassenden Beschlüsse zu prüfen seien.

Herr de Larosière erklärt sich mit Herrn Pöhl einverstanden; die Stellvertreter dürften sich nicht darauf beschränken, die schon verteilten Dokumente zu berücksichtigen, sondern sie müssten im Gegenteil alle Probleme in Betracht ziehen, die sich stellen, und darauf hinarbeiten, klärend auf die - wahrscheinlich im November stattfindende - Diskussion des Ausschusses zu wirken, damit die Zentralbankpräsidenten die nötigen Orientierungen geben können. Die Fragen schienen ziemlich einfach. Es gehe in erster Linie darum, die Schaffung eines Analysestabs zu prüfen, dessen Aufbau, Zusammensetzung (Anzahl und Profil der Personen), Aufgaben und die Abstimmung mit den bestehenden Aufgaben der Expertengruppen, um Überschneidungen möglichst zu vermeiden, das Arbeitsprogramm, die administrative Eingliederung der Mitglieder des Stabs, die logistische Rolle der BIZ. An zweiter Stelle seien die im Brief von Herrn Hoffmeyer enthaltenen Anregungen zu untersuchen; diese bezögen sich mehr auf die Substanz dessen, was ein harmonischerer operationeller Rahmen für die geldpolitische Koordination sein könnte. Diese Ideen seien sehr interessant: mehrere EG-Länder verwendeten quantitative Kriterien für ihre Geldpolitik, und es wäre nützlich zu sehen, wie diese Kriterien, wenn schon nicht harmonisiert, doch zumindest besser miteinander in Beziehung gebracht werden könnten. Entsprechungstabellen könnten eventuell Vergleiche ermöglichen.

Herr Ciampi schliesst sich den Bemerkungen der Herren Pöhl und de Larosière an; die Note, die er verteilt habe, erhebe keinen Anspruch darauf, ein präziser Vorschlag oder eine erschöpfende Liste der Fragen zu sein, sondern nur ein Beitrag, der auf Probleme hinweise und Fragen stelle, die ernsthaft zu prüfen seien. Diese Note könne auch als Beitrag hinsichtlich der Grundsatzfragen angesehen werden, die durch den Brief von Herrn Hoffmeyer aufgeworfen werden, in dem Sinne, als sie ein Instrument vorschläge, das zur Verstärkung der Funktionstüchtigkeit und Effizienz des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten dienen könne.

Herr Duisenberg äussert sich als Präsident der BIZ; diese sei bereit, mitzuarbeiten und Hilfe zu leisten, wenn der Ausschuss der Zentralbankpräsidenten dies beim Aufbau seiner Organisation wünscht.

Im Namen der Zentralbankpräsidenten dankt der Vorsitzende Herrn Duisenberg für seine Worte betreffend die BIZ.

Herr Rubio dankt Herrn Duisenberg ebenfalls für seine Initiative und erklärt, die Beziehungen zur BIZ stellten eine wichtige Frage dar, zu der die Stellvertreter keine rasche Entscheidung zu treffen hätten, denn die Zentralbankpräsidenten sollten sie im Zusammenhang mit den anderen zu prüfenden Fragen unter sich besprechen.

Herr Jaans weist darauf hin, dass bei den Vorbereitungsarbeiten für die Novembersitzung des Ausschusses auch über die Auswirkungen der Schaffung eines volkswirtschaftlichen Sekretariats oder Analysestabs auf die Arbeit der Stellvertreter und der Zentralbankpräsidenten nachgedacht werden sollte. Da damit ja eine zusätzliche Produktion verbunden sei, stelle sich das Problem der Verarbeitung durch die Empfängerausschüsse und der möglichen Frustrierung eines volkswirtschaftlichen Sekretariats. Man müsse sich daher fragen, ob in Zukunft eine Sitzung von zwei Stunden einmal pro Monat genüge.

Herr Hoffmeyer erinnert die Zentralbankpräsidenten daran, dass ihnen auf seine Initiative hin vom Sekretariat ein Bericht der Arbeitsgruppe "Harmonisierung des geldpolitischen Instrumentariums" aus dem Jahr 1976 verteilt worden sei und dass die Stellvertreter diesem Dokument Rechnung tragen sollten.

Herr Pöhl legt Wert auf die Präzisierung, dass jeglicher Beschluss der Zentralbankpräsidenten auf dem Gebiet der Organisation davon abhängen, dass der Rat der Wirtschafts- und Finanzminister den Text zur Änderung des Beschlusses von 1964 in der von den Zentralbankpräsidenten vorgeschlagenen Fassung billigen. Sollten in bezug auf die schon bekannten Entwürfe wichtige Änderungen vorgenommen werden, und sei es nur am Text zur Änderung der Entscheidung von 1974 über die Konvergenz, müsste der Ausschuss die Frage neu prüfen.

Herr Christophersen erklärt, er sehe keine Schwierigkeiten betreffend den Beschluss von 1964. Auf jeden Fall wäre Einstimmigkeit des Rats der Wirtschafts- und Finanzminister erforderlich, um den Vorschlag der Kommission zu ändern; es erscheine jedoch zweifelhaft, dass die Mitgliedstaaten einen Text verabschiedeten, der der Stellungnahme der Kommission und des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten zuwiderliefe.

V. Gedankenaustausch über die Tagesordnungspunkte der internationalen Konferenzen in Washington

Der Vorsitzende stellt fest, dass keine Bemerkungen vorliegen.

VI. Weitere Fragen innerhalb der Zuständigkeit des Ausschusses:

- Verfahrensfragen im Zusammenhang mit der Überprüfung der formellen Regeln betreffend die offizielle Ecu

Der Vorsitzende erinnert daran, dass die Zentralbankpräsidenten am 8. September 1987 übereingekommen waren, die Zentralbanken sollten inskünftig zum Ausgleich ihrer Forderungen aus der sehr kurzfristigen Finanzierung Ecu über ihre Pflichtquote (50 %) hinaus bis zu 100 % annehmen, solange sich dadurch nicht eine unausgewogene Zusammensetzung ihrer Reserven ergibt und keine übermässigen Schuldner- und Gläubigerpositionen in Ecu entstehen. Ferner war vereinbart worden, nach zwei Jahren der Erfahrung die formellen Bestimmungen über die offizielle Ecu zu überprüfen.

Da diese zwei Jahre verstrichen sind, wird vorgeschlagen, diese Überprüfung im Dezember vorzunehmen und die Expertengruppe unter dem Vorsitz von Herrn Dalgaard zu bitten, die Vorbereitungsarbeiten dafür rechtzeitig für die Ausschusssitzung vom 12. Dezember 1989 vorzunehmen. Dieser Zeitplan würde es den Experten ermöglichen, diese Aufgabe parallel zum jährlichen Überblick über die Entwicklung bei der Verwendung der privaten Ecu zu erledigen, der ebenfalls auf der Tagesordnung der Dezembersitzung steht.

Der Vorsitzende stellt fest, dass der Ausschuss mit seinem Vorschlag einverstanden ist.

\* \* \*

Bevor die Sitzung geschlossen wird, ruft der Vorsitzende in Erinnerung, dass sich die Zentralbankpräsidenten immer sehr auf die Arbeit und den Rat der Stellvertreter verlassen und dass es daher weh tut, sich von einem von ihnen verabschieden zu müssen, in diesem Fall von Herrn Professor Gleske, der zum letzten Mal an einer Sitzung des Ausschusses teilnimmt. Glücklicherweise wird jedoch der Kontakt mit Herrn Gleske nicht abbrechen, da er sich bereit erklärt hat, erneut als Mitglied im Verwaltungsrat der BIZ Einsitz zu nehmen.

Der Vorsitzende dankt im Namen des Ausschusses Herrn Gleske für seinen herausragenden Beitrag in den vergangenen zehn Jahren, oder eigentlich in den letzten dreissig Jahren, wenn man an seine enge Verbindung während dieser langen Zeit mit den internationalen, vor allem den gemeinschaftlichen, monetären Aktivitäten denkt. Alle Zentralbankpräsidenten werden sich immer lebhaft an die Klugheit und die wertvollen Urteile erinnern, die die Mitwirkung Herrn Gleskes an den Arbeiten des Ausschusses kennzeichneten.

VII. Zeit und Ort der nächsten Sitzung

Die nächste Sitzung des Ausschusses findet am Dienstag, dem 14. November 1989, um 9.30 Uhr in Basel statt.

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

---

Juli und August 1989

---

Der nachstehende Bericht gibt einen Überblick über die Entwicklung auf den Devisenmärkten der Länder der an der Konzertation beteiligten Zentralbanken\* sowie über deren Interventionen im Juli, August und während der ersten Septembertage 1989.

I. ENTWICKLUNG DER WECHSELKURSE

Die Hauptentwicklung an den Devisenmärkten im Juli und August 1989 war eine deutliche Werteinbusse des US-Dollars im Juli, gefolgt von einer ebenso deutlichen Erholung im August.

Der US-Dollar erlitt zwei Mal Kursrückschläge, als die Marktteilnehmer erwarteten, dass weitere Senkungen der US-Zinssätze den Zinsvorsprung vermindern würden. Die erste Kurseinbusse erfolgte Anfang Juli. Die zweite trat, nach einer kurzen Erholung in der Monatsmitte, in der zweiten Julihälfte ein, und am 2. August erreichte der Dollar Tiefststände von DM 1,8430 und Yen 135,30. Im folgenden notierte der Dollar wieder fester, da neue Wirtschaftsstatistiken auf ein stetigeres Wachstum der US-Wirtschaft hindeuteten, und Preisstatistiken die Frage aufwarfen, wie schnell

---

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

die US-Zinssätze tatsächlich weiter nach unten berichtigt werden könnten. Die US-Währungsbehörden und ausländische Zentralbanken intervenierten, um den Kursanstieg des Dollars zu bremsen. Dennoch befestigte sich der Dollar weiter und schloss den Zweimonatszeitraum sowohl gegenüber der D-Mark als auch gegenüber dem Yen um rund 0,5 % höher.

Im EWS kam es zu keinen Spannungen, und die jeweiligen Positionen veränderten sich nur wenig. Die spanische Peseta, die dem Wechselkursmechanismus im Juni beigetreten war, erreichte gegenüber der dänischen Krone beinahe den oberen Rand des erweiterten Kursbandes. Die italienische Lira stabilisierte sich infolge massiver intramarginaler Interventionen der Banca d'Italia im oberen Teil des schmalen Bandes.

Die D-Mark hat sich zwar gegenüber den meisten in der Bundesrepublik Deutschland amtlich notierten Währungen etwas befestigt, ihr gewogener Aussenwert nahm im Verlauf der beiden Monate jedoch leicht um 0,5 % auf einen Indexstand von 173,7 Ende August (1972 = 100) ab. Die Erhöhung der Leitzinsen von Ende Juni blieb damit ohne sichtbare Auswirkung auf die Wechselkurse. Schwächer tendierte die D-Mark gegenüber den meisten der europäischen Währungen, deren Zinsvorsprung zur D-Mark von den Märkten im Vergleich zum Wechselkursrisiko als erheblich betrachtet wird (Pfund Sterling, Peseta, französischer Franc und Lira).

Der französische Franc festigte sich allmählich gegenüber den meisten EWS-Währungen und verzeichnete diesen gegenüber einen durchschnittlichen Kursgewinn von 0,7 %. Dieser Trend verstärkte sich ab Mitte Juli, namentlich infolge von Wertschriftenkäufen durch Gebietsfremde und einer Beschleunigung der Devisenverkäufe der Exporteure.

Der belgische Franc zeigte sich während des ganzen Monats Juli sehr stabil. Im Verlauf des August tendierte er gegenüber der D-Mark und dem holländischen Gulden allmählich fester. Am Ende des Berichtszeitraums wurde jedoch ein leichter Rückgang beobachtet, der mit der Verringerung des Zinsgefälles DM/bfr zusammenhing. Die Banque Nationale de Belgique betrieb eine vorsichtige Politik; sie senkte nur ein einziges Mal den Zinssatz der 3monatigen Schatzwechsel (um 0,05 Prozentpunkte, auf 8,45 %).

Die Position des holländischen Guldens gegenüber der D-Mark veränderte sich kaum; beide Währungen verharrten im oberen Teil des schmalen EWS-Bandes.

Die dänische Krone blieb stabil; sie war weiterhin die schwächste Währung im EWS-Band. Die Zinssätze gingen im Berichtszeitraum leicht zurück.

Das irische Pfund festigte sich im Juli in der oberen Hälfte des EWS-Bandes, da nach dem Anstieg der Leitzinssätze Ende Juni die beträchtlichen Nettokapitalabflüsse aufhörten und stattdessen bescheidene Nettozuflüsse verzeichnet wurden. Im August notierte es stetig in der oberen Hälfte des EWS-Bandes; beträchtliche Kapitalzuflüsse wurden durch Netto-Devisenkäufe der Central Bank of Ireland ausgeglichen.

Die italienische Lira legte im Juli dank einer saisonbedingt günstigen Leistungsbilanz bedeutend zu und erreichte den oberen Rand des schmalen Bandes. Im August, als wieder kurzfristige Kapitalzuflüsse verzeichnet wurden, intervenierte die Banca d'Italia, indem sie in beträchtlichem Umfang US-Dollar und verschiedene EWS-Währungen kaufte, um den Kursanstieg der Lira zu bremsen und sie nahe am oberen Rand des schmalen EWS-Bandes zu halten.

Die spanische Peseta festigte sich in der ersten Julihälfte, nach einer Verschärfung der Geldpolitik, die hauptsächlich in einer Erhöhung des Interventionssatzes für Tagesgelder um 0,75 Prozentpunkte auf 14,5 % am 6. Juli und einer Erhöhung der Mindestreserveanforderungen um 1 Prozentpunkt auf 19 % bestand. Später stabilisierte sich die Peseta nahe dem oberen Rand des erweiterten Bandes, wo sie bis Ende August verharrte. Per saldo schloss sie gegenüber der ECU und gegenüber dem US-Dollar um 1,3 % höher.

Die Einstellung des Marktes gegenüber dem Pfund Sterling verbesserte sich im Juli erheblich, da die britischen Wirtschaftsstatistiken im allgemeinen den zunehmenden Eindruck bestätigten, dass sich die britische Wirtschaft abkühlte. Gerüchte, die Bank of England habe den Anstieg gebremst, lösten jedoch Anfang August einen jähen Kurssturz aus, und als die Meinung an Boden gewann, die britischen Zinssätze hätten ihren Höhepunkt erreicht, sank das Pfund zur Monatsmitte auf Tiefststände. Weiterum bekanntgegebene Stützungsmaßnahmen stoppten den Kursrückgang, und die Haltung gegenüber dem Pfund Sterling wurde gegen Ende des Berichtszeitraums wieder freundlicher, und zwar trotz enttäuschender Handelsbilanzzahlen für Juli, die - mit Hilfe prompter, offen durchgeführter Interventionen - bald als wahrscheinliche Abirrung angesehen wurden. Der Index des gewogenen Aussenwerts des Pfund Sterling stieg um 1,4 % auf 91,5 (1985 = 100).

Die griechische Drachme verzeichnete gegenüber dem US-Dollar heftige Kursschwüchle, während sie gegenüber der ECU relativ stabil blieb. Per saldo schwächte sie sich sowohl gegenüber dem US-Dollar als auch gegenüber der ECU ab, nämlich um 0,3 % bzw. 0,4 %. Im gewogenen Durchschnitt büsste sie im Juli 0,2 %, im August 0,1 % ein.

Kapitalzuflüsse sowie die Realisierung der von den Behörden für die Wechselkurspolitik des portugiesischen Escudo festgelegten Ziele führten dazu, dass die Banco de Portugal in grossem Umfang Devisen kaufte. Am 1. Juli wurden die Gewichte der Währungen, auf denen der Index des gewogenen Aussenwerts des Escudo beruht, neu angepasst. Im gewogenen Durchschnitt büsste der Escudo im Verlauf dieser beiden Monate 0,5 % ein, gegenüber dem US-Dollar 0,2 %.

Der Schweizer Franken erlitt gegenüber allen wichtigen Währungen geringe Einbussen. Gegenüber dem US-Dollar schwächte er sich um rund 1 % ab. Exportgewichtet ergab sich eine Abwertung von 1,2 %. Die Euromarktsätze stagnierten auf dem hohen Stand von etwa 7,25 %.

Der österreichische Schilling schwächte sich gegenüber dem US-Dollar um 0,4 % ab. Gegenüber der D-Mark schwankte der Schilling in beiden Monaten um 0,1 %. Im Juli fanden grössere Kapitalzuflüsse statt.

Die norwegische Krone tendierte etwas schwächer und schloss den Berichtszeitraum im gewogenen Durchschnitt um 0,2 % tiefer. Die Norges Bank intervenierte mehrmals mit Käufen oder Verkäufen von Devisen, um die kurzfristigen Schwankungen in Grenzen zu halten.

Die schwedische Krone war infolge von hohen Zinssätzen und dem Beschluss, die Devisenkontrollen mit Wirkung vom 1. Juli grossenteils abzuschaffen, während fast des ganzen Berichtszeitraums Gegenstand einer starken Nachfrage. Der Index der Riksbank sank von 130,50 auf 130,15, und die Riksbank war mehrmals gezwungen, zu intervenieren.

Die Finnmark verharrte bis Mitte August relativ stabil nahe dem oberen Rand ihrer Schwankungsmarge. Gegen Monatsende gab sie leicht nach, und die kurzfristigen Zinssätze stiegen um fast 1 Prozentpunkt.

Der japanische Yen festigte sich im Juli gegenüber dem US-Dollar auf Yen 138,40, da man mit einem Rückgang der US-Zinssätze rechnete. Diese Erwartungen verflüchtigten sich jedoch im August, worin sich die sogenannte "weiche Landung" der US-Wirtschaft widerspiegelte. Der Yen wurde dadurch im August auf Yen 144,28/US-\$ gedrückt. Die Bank of Japan trat mehrmals am Markt auf; sie verkaufte US-Dollar gegen Yen, um die Hausse des Dollars zu

bremsen. Gegenüber der ECU schwächte sich der Yen über den ganzen Zeitraum von Juli und August hinweg leicht ab.

Der kanadische Dollar erreichte Anfang August mit US-\$ 0,8548 seinen höchsten Stand seit neun Jahren, schwächte sich dann jedoch wieder ab und schloss den Monat auf US-\$ 0,8484. Über den ganzen Zeitraum hinweg festigte er sich gegenüber dem US-Dollar um 1,5 %. Das für den kanadischen Dollar vorteilhafte Zinsgefälle gegenüber dem US-Dollar und die Erwartung, die kanadische Geldpolitik werde fest bleiben, führten zu einer starken Nachfrage nach kanadischen Wertschriften seitens ausländischer Anleger sowie zu neubelebter Aktivität bei den eurokanadischen Emissionen. Gegen Ende des Berichtszeitraums gab die kanadische Währung nach, als die veröffentlichten Ergebnisse der Leistungsbilanz im zweiten Quartal schlechter als erwartet ausgefallen waren.

## II. INTERVENTIONEN

### A. Interventionen in US-Dollar

Die US-Dollar-Interventionen der Zentralbanken saldierten sich sowohl im Juli als auch im August zu Nettokäufen von insgesamt US-\$ 0,9 Mrd., gegenüber Nettoverkäufen von US-\$ 15,5 Mrd. im Juni. Der Nettobetrag ergab sich aus Bruttokäufen von US-\$ 6,5 Mrd. und Bruttoverkäufen von US-\$ 5,6 Mrd.

Die wichtigsten Käufer waren die Banco de Portugal und die Banca d'Italia. Bedeutende Verkäufer waren die Bank of Japan und die Federal Reserve Bank.

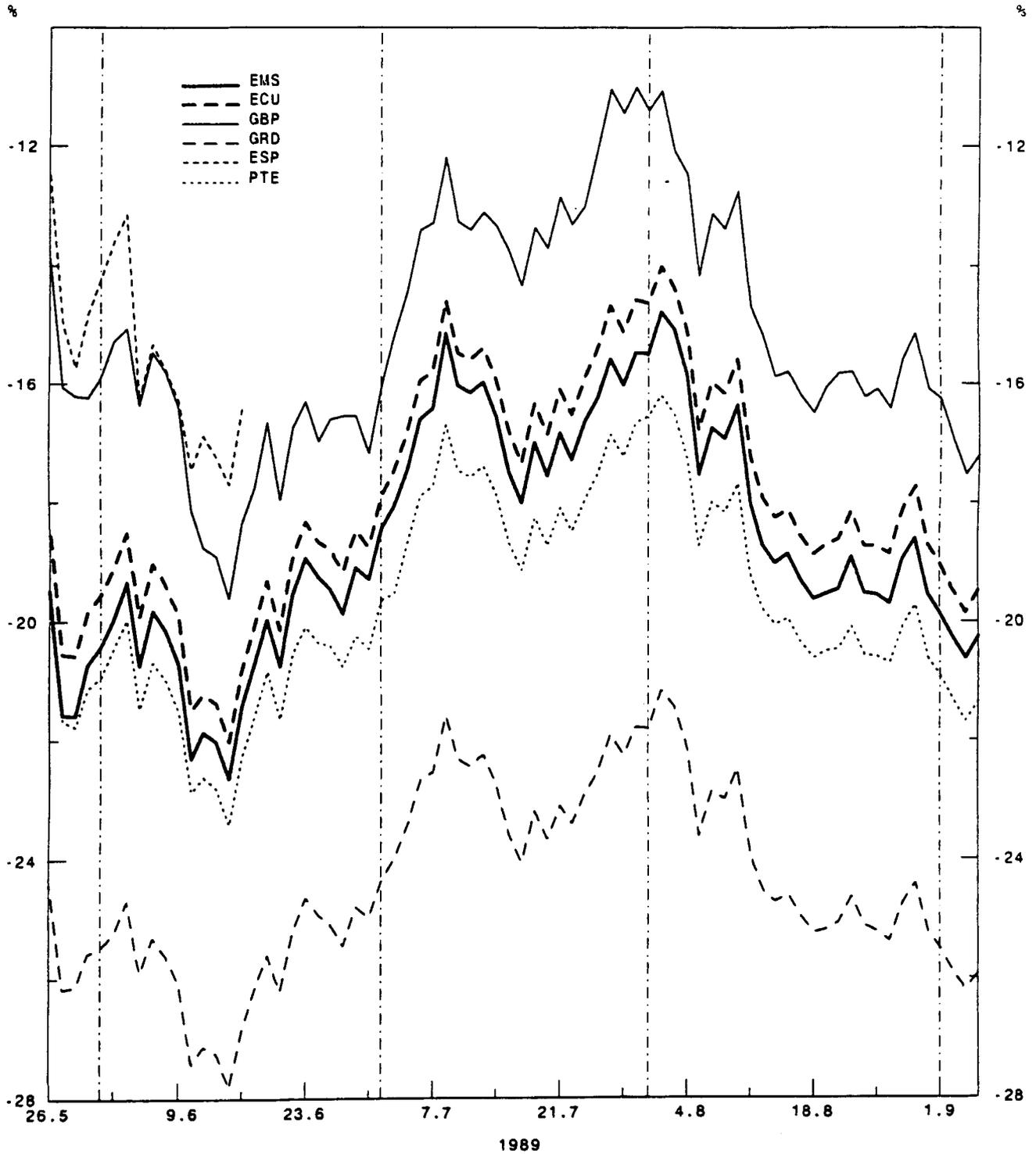
### B. Interventionen in Gemeinschaftswährungen und in privater ECU

Die Interventionen in EWS-Währungen und privater ECU beliefen sich im Juli und August auf umgerechnet US-\$ 3,5 Mrd., verglichen mit US-\$ 0,4 Mrd. im Juni. Die Interventionen in EWS-Währungen bestanden zu einem grossen Teil aus Käufen von D-Mark, die hauptsächlich von der Banca d'Italia getätigt wurden; daneben wurden auch französische Francs und dänische Kronen gekauft. Die Banca d'Italia und die Banco de España kauften private ECU in beträchtlichem Umfang.

III. ENTWICKLUNGEN IM LAUFENDEN MONAT BIS ZUM 8. SEPTEMBER

Die Veröffentlichung positiver US-Arbeitsmarktstatistiken liess den Dollar trotz einiger Interventionsverkäufe erneut steigen.

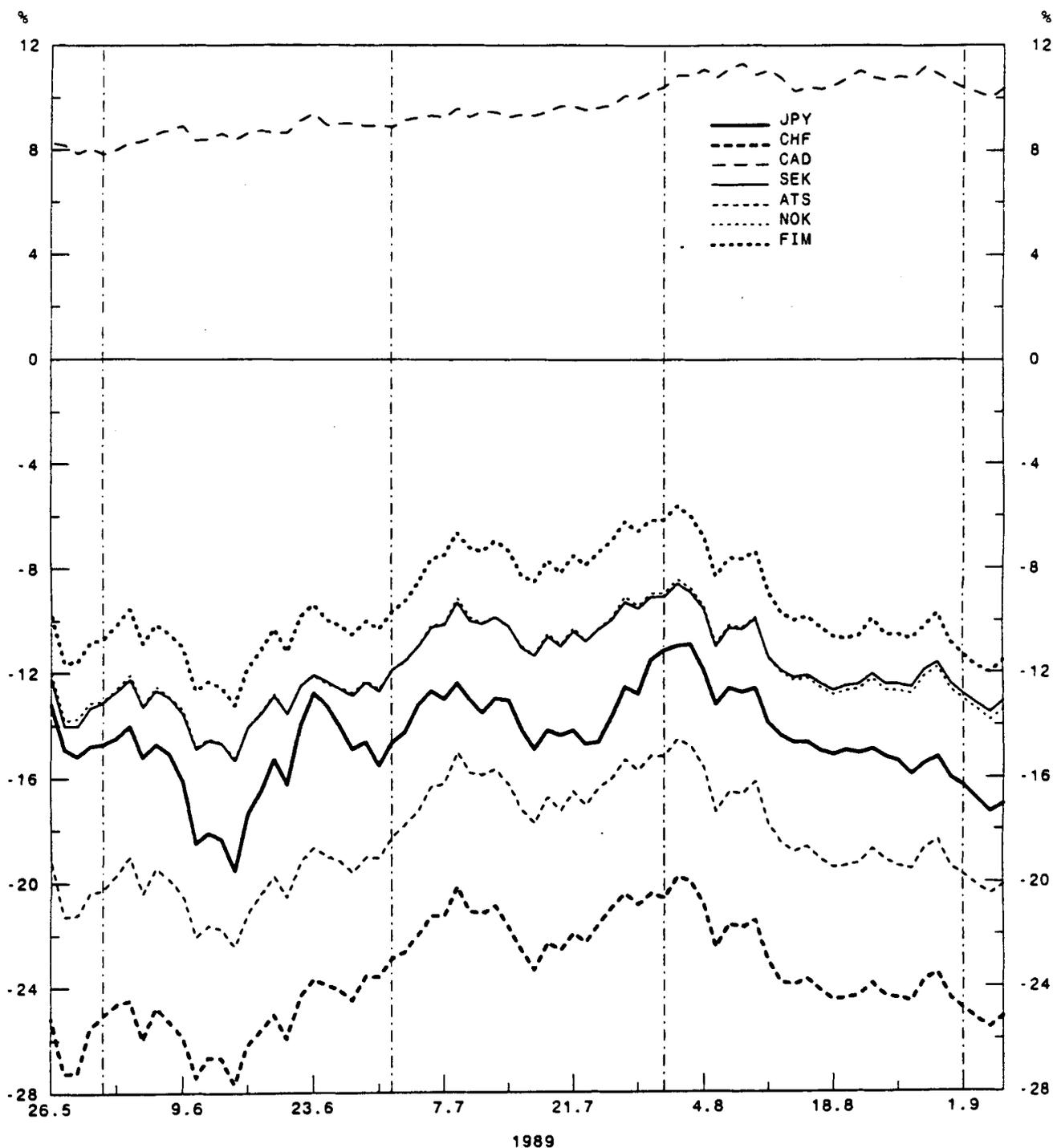
EVOLUTION OF THE ECU, THE MIDDLE RATE OF THE CURRENCIES PARTICIPATING IN THE EXCHANGE RATE MECHANISM OF THE EMS, AND THE CURRENCIES OF THE EEC CENTRAL BANKS WHICH DO NOT PARTICIPATE IN THAT MECHANISM, ON THE BASIS OF THE EXCHANGE RATES PREVAILING ON 31ST DECEMBER 1987 AGAINST THE USD\*



\* See next page.

7.9.1989

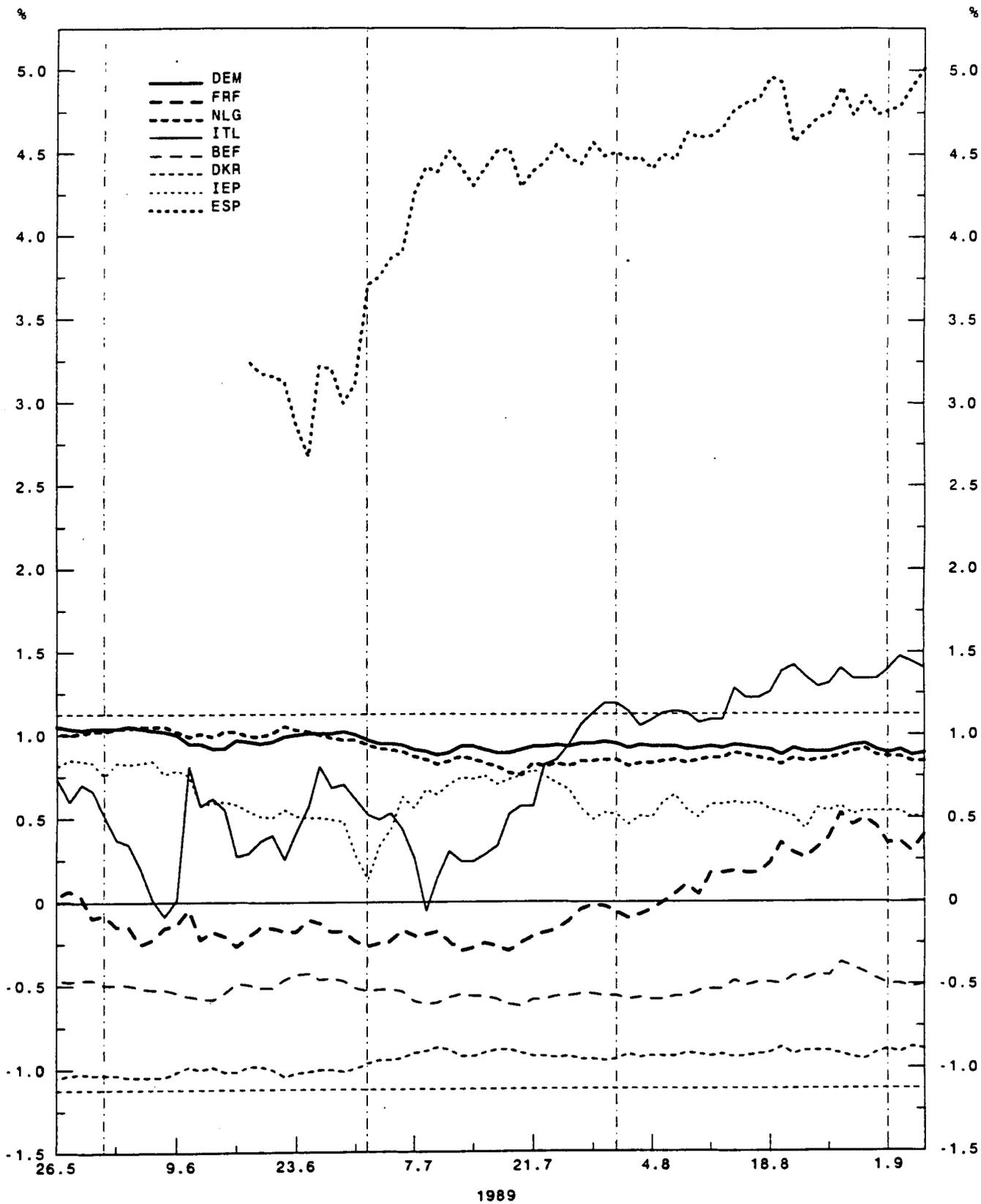
EVOLUTION OF THE CURRENCIES OF THE NON-EEC CENTRAL BANKS  
PARTICIPATING IN THE CONCERTATION, ON THE BASIS OF THE EXCHANGE  
RATES PREVAILING ON 31ST DECEMBER 1987 AGAINST THE USD\*



\* ECU 0,767254; GBP 0,5346; GRD 126,2002; ESP 107,8498; PTE 130,0242; FIM 3,945; CAD 1,302; CHF 1,2775; JPY 121,4501; SEK 5,795; NOK 6,233; ATS 11,129; middle rate of the currencies participating in the EMS 0,77324. The middle rate of the currencies participating in the EMS represents the daily average of the exchange rates of those two currencies which have the largest divergence from their current bilateral central rates, with a maximum fluctuation of 2.25%.

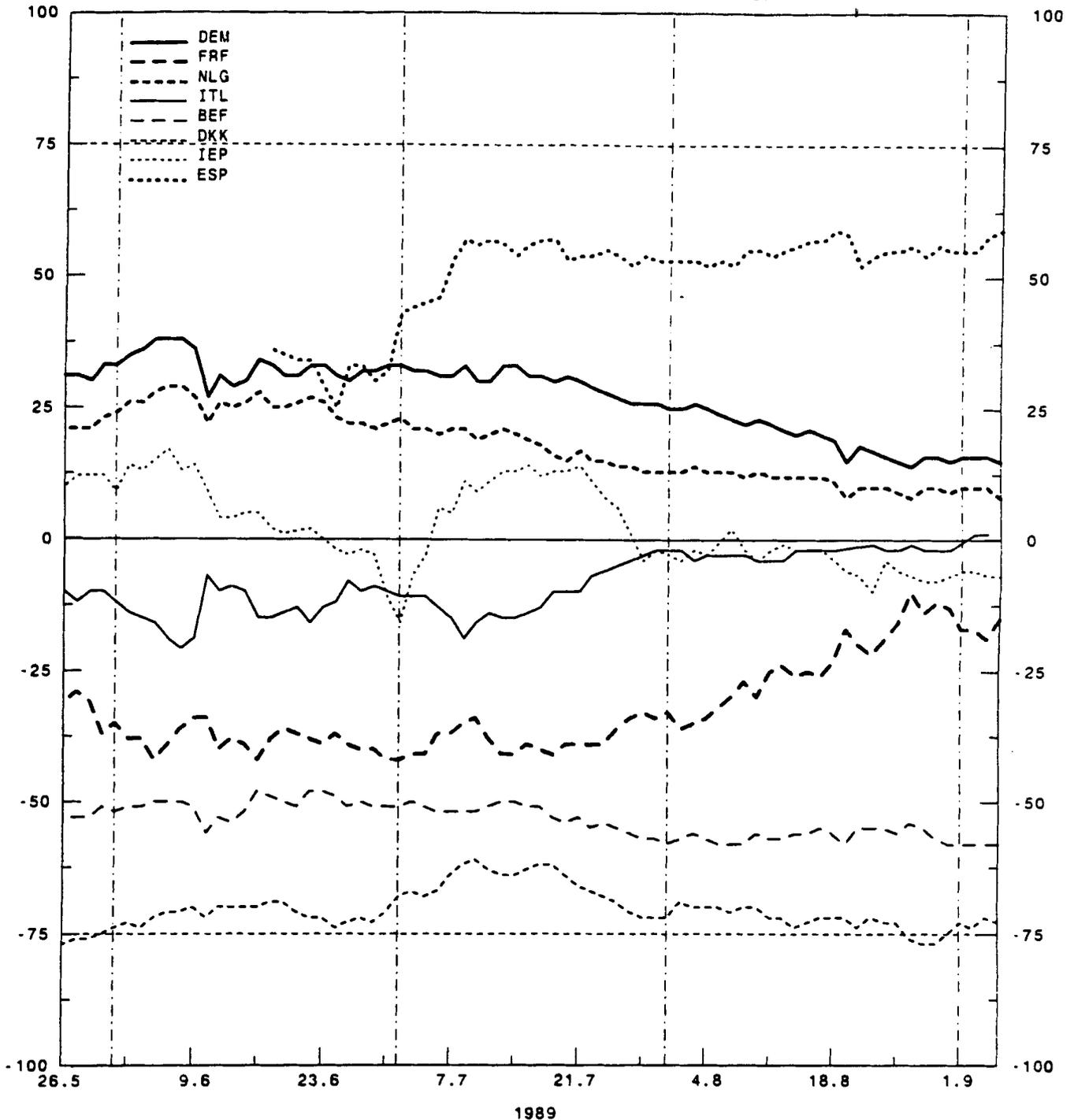
7.9.1989

### MOVEMENTS IN THE EMS PARITY GRID



7.9.1989

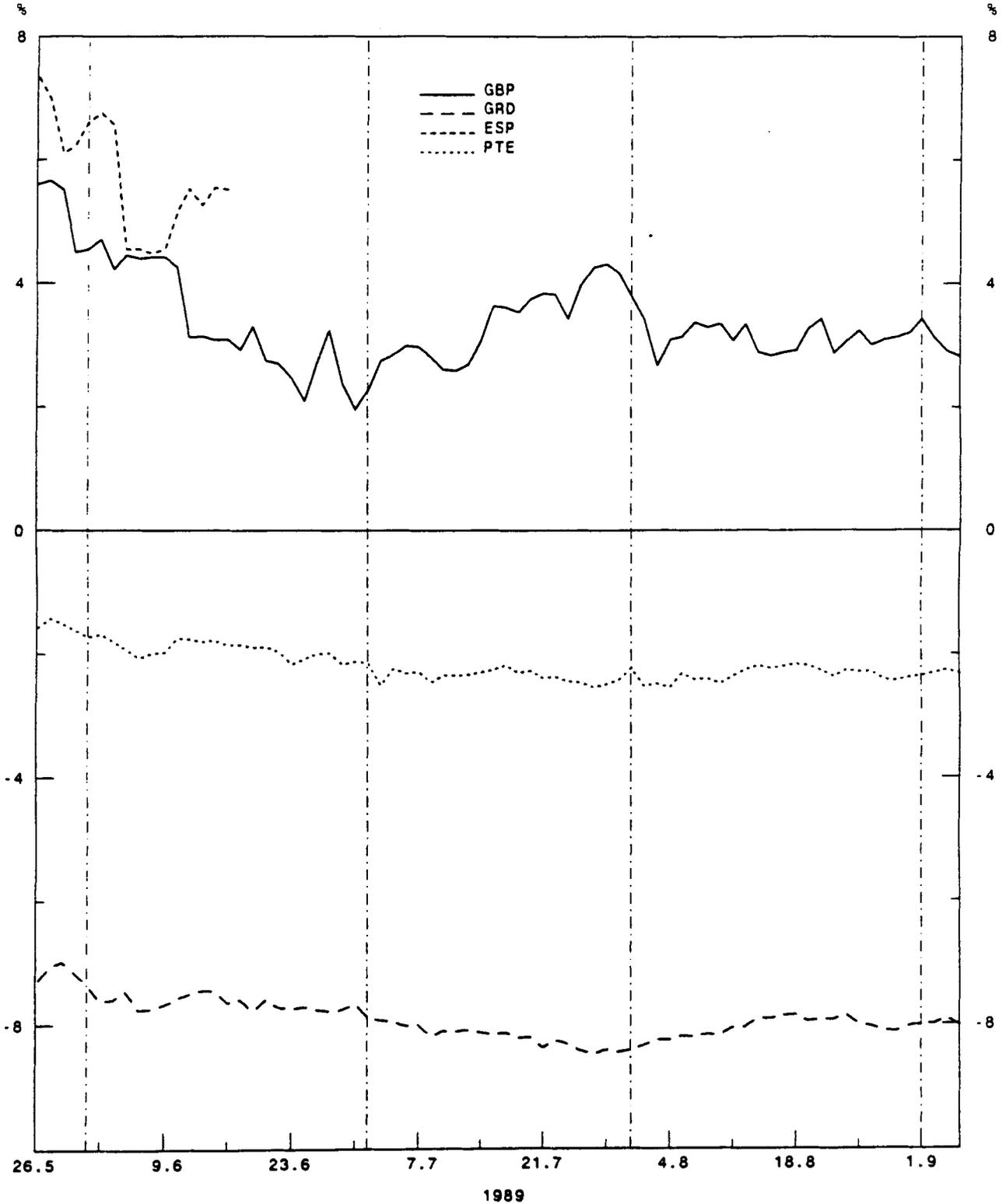
## EVOLUTION OF THE DIVERGENCE INDICATOR\*



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

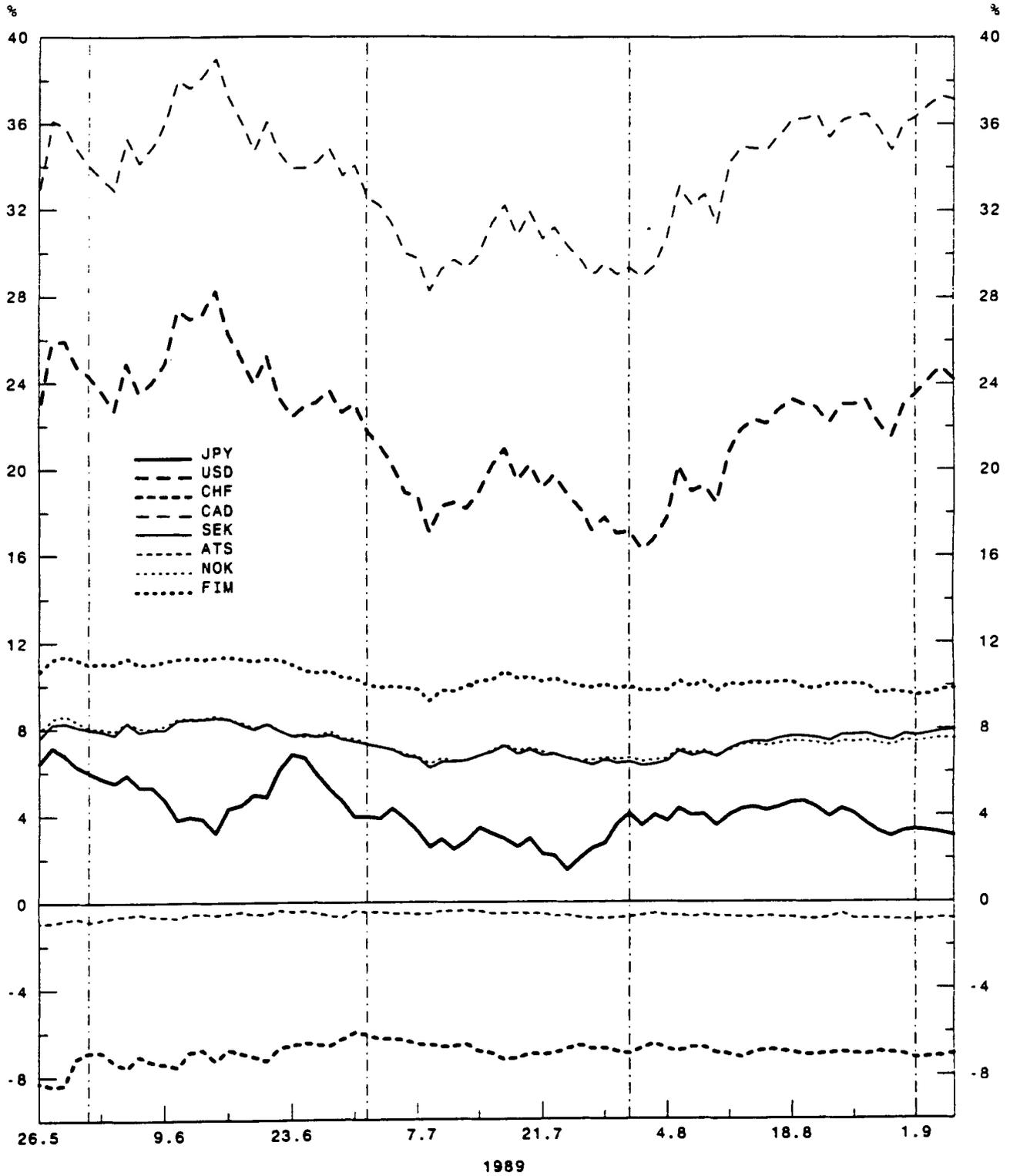
7.9.1989

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



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

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



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