

PROTOKOLL\*  
DER 231. SITZUNG DES AUSSCHUSSES DER PRÄSIDENTEN  
DER ZENTRALBANKEN DER MITGLIEDSTAATEN  
DER EUROPÄISCHEN WIRTSCHAFTSGEMEINSCHAFT  
BASEL, DIENSTAG, 10. Januar 1989, 9.30 UHR

---

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

---

\* Endgültige, mit dem Entwurf identische Fassung, die in der Sitzung vom 14. Februar 1989 gebilligt wurde.

I. Billigung des Protokolls der 230. Sitzung

Wegen der verspäteten Übermittlung des Entwurfs schlägt der Vorsitzende vor, die Billigung des Protokolls auf die nächste Sitzung im Februar zu verschieben. In der Zwischenzeit könnten die Änderungsvorschläge dem Sekretariat mitgeteilt werden.

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 statistischen Grafiken und Tabellen.

A. Referat von Herrn Dalgaard

Das herausragende Ereignis an den Devisenmärkten seit der Dezember-sitzung war die erneute Festigung des Dollars nach der Abschwächung von Oktober und November. Die Aufwertung des Dollars war Anfang Januar besonders ausgeprägt; am 9. Januar lag sein Kurs 5 % höher als Ende November - ein Niveau, das dem die meiste Zeit im Jahr 1987 verzeichneten vergleichbar war, aber unter dem vom Sommer 1988 lag. Das anhaltende Wirtschaftswachstum in den USA und die Erwartung eines neuen Anstiegs der amerikanischen Zinsen als Folge dieses Wachstums scheinen die Hauptgründe für den Wiederanstieg des Dollarkurses zu sein. Die amerikanischen Stellen sind offenbar recht zufrieden mit dem derzeitigen Kursniveau ihrer Währung, auch wenn die starke Höherbewertung von Anfang Januar die US-Notenbank zu einigen Interventionen veranlasst hat. Was die Gemeinschaft anbelangt, so ist die Deutsche Bundesbank mit dieser Entwicklung nicht sehr zufrieden; sie ist in der Tat der Auffassung, dass die Abwertung der D-Mark angesichts eines steigenden deutschen Leistungs-bilanzüberschusses eine erforderliche Anpassung verhindert, weshalb sie reagiert und seit Anfang Dezember mehr als \$ 2,5 Mrd. verkauft hat. Zum überwiegenden Teil wurde dieser Betrag nicht mittels herkömmlicher Interventionen an den Markt abgegeben, sondern bestand aus Deviseneinnahmen, die auf diskretere Weise in den Markt "eingeschleust" wurden. Der Anstieg der deutschen Zinsen war ebenfalls eine Reaktion auf die Entwicklung des DM-Kurses.

Die anderen Zentralbanken in der EG scheinen sich mehr über die Kursschwankungen des Dollars und weniger über dessen gegenwärtiges Niveau

Sorgen zu machen. Die starke Aufwertung vom 9. Januar führte gleichwohl zu umfangreichen konzertierten Dollarinterventionen.

Die zukünftige Entwicklung der amerikanischen Währung ist sehr schwer vorherzusagen; sie wird zum grossen Teil von der Rate des Wirtschaftswachstums, den Zinssätzen und dem Handelsbilanzsaldo in den Vereinigten Staaten abhängen und davon, welche Wirtschaftspolitik die neue Regierung, namentlich was das Haushaltsdefizit betrifft, führen wird. Bleibt das Wirtschaftswachstum in den USA hoch, könnten die Zinssätze noch weiter steigen und dadurch die Zinsen in Europa mitziehen; schwächt sich das Wachstum ab, könnten die amerikanischen Zinsen sinken und damit ein Nachgeben des Dollarkurses auslösen.

Der Yen hat in letzter Zeit sehr viel weniger die Aufmerksamkeit der Devisenmärkte auf sich gelenkt; er schwankte gegenüber dem Dollar weniger stark als die D-Mark, und sein Kursniveau entspricht fast dem von Ende 1987. Gleichwohl hat sich der Yen 1988 um rund 10 % gegenüber der D-Mark aufgewertet und verzeichnet Anfang Januar gegenüber dieser einen absoluten Höchstkurs.

Im EWS war die Lage im allgemeinen ruhig; zwei Jahre nach der letzten Neufestsetzung der Leitkurse sieht es so aus, dass ein Realignement so wenig wahrscheinlich erscheint, wie schon lange nicht mehr. Wie aus den vom Sekretariat erstellten Grafiken hervorgeht, haben sich die kurzfristigen DM-Zinsen um etwa 1/2 Prozentpunkt und die langfristigen Zinsen etwas weniger erhöht. Eine direkte Folge dieser Zinserhöhung war, dass sich der Zinsvorsprung anderer EG-Währungen verringert hat; einige gerieten dadurch unter Druck, es wurden einige Interventionen notwendig, und die Kurse gaben leicht nach. Besonders deutlich war diese Entwicklung beim französischen Franc, belgischen Franc und beim Gulden, und alle drei Länder reagierten auf gleiche Weise: Nachdem sie nach ein, zwei oder drei Tagen festgestellt hatten, dass mit Interventionen allein das Problem nicht zu lösen war, erhöhten sie die Zinsen, um die Zinsdifferenz zur D-Mark wiederherzustellen, was ausreichte, um die Spannungen abklingen zu lassen. Im grossen und ganzen übertrug sich die Heraufsetzung der deutschen Zinssätze in derselben Grössenordnung auf die Zinssätze der betroffenen Länder. Allerdings waren im wesentlichen die kurzfristigen Sätze davon berührt, während die langfristigen Zinsen beispielsweise in Frankreich weiter zurückgingen.

In den anderen am Wechselkursmechanismus teilnehmenden Ländern wirkten sich die deutschen Massnahmen weniger eindeutig aus. In Dänemark

gab der Kurs der Krone leicht nach, aber die Zinssätze blieben unverändert, und Interventionen wurden nicht erforderlich. In Italien wurden die Zinsen nicht heraufgesetzt, so dass sich das Zinsgefälle zur D-Mark abflachte. Gleichwohl festigte sich die Lira und kehrte wieder in das enge Kursband zurück. Diese feste Haltung lässt sich mit der Beibehaltung eines nach wie vor hohen Zinsniveaus, was binnenwirtschaftliche Gründe hat, und mit Kapitalzuflüssen erklären, die aufgrund der im Herbst ergriffenen Liberalisierungsmaßnahmen zunehmen konnten. Diese Entwicklung stärkt tendenziell das Vertrauen in die italienische Wirtschaft, und die Zentralbank vermochte dem Markt zu zeigen, dass das Währungsrisiko bei der Lira in beide Richtungen gehen kann.

Allgemein herrscht derzeit ein grosses Vertrauen auf stabile Wechselkursrelationen im Verbund, weshalb Zinsänderungen wieder eine grosse Bedeutung zukommt. Deshalb reichte die Anhebung der deutschen Zinssätze aus, um mehrere Währungen in Schwierigkeiten zu bringen, die allerdings durch die Wiederherstellung der vorherigen Zinsdifferenzen rasch beseitigt wurden.

Ausserhalb des EWS-Wechselkursmechanismus weisen zwei Währungen, das Pfund Sterling und die Peseta, mehrere Gemeinsamkeiten auf. In beiden Ländern gibt es konjunkturelle Überhitzungserscheinungen, ist es der Haushaltspolitik nicht gelungen, die Wirtschaftsaktivität zu dämpfen, und trägt die Geldpolitik durch einen restriktiven Kurs die Last der Anpassung. Die Zinsen sind folglich gestiegen, was zu Kapitalzuflüssen führte, die den Kurs der Währung steigen liessen. So hat sich der Kurs der Peseta seit Anfang Dezember 1988 um 3-4 % gefestigt, und die D-Mark über das gesamte Jahr 1988 gesehen gegenüber der Peseta und dem Pfund Sterling real um rund 10 % abgewertet.

Aus Tabelle 3 der Monatsstatistiken "Konzertation" lassen sich die Aktivitäten der Zentralbanken am Markt für private ECU ersehen. Die im Bericht Nr. 64 beschriebenen zunehmenden Anlagen in privater ECU setzten sich fort; allein im Dezember 1988 erhöhten sich die Bestände der Zentralbanken an privaten ECU um rund ECU 2 Mrd.; die Hälfte dieses Betrags entfiel auf die Banca d'Italia. Auch die Bank of England erhöhte im Zusammenhang mit dem Verkauf von ECU-Schatzwechseln ihre Bestände. Die Zentralbanken Spaniens, Portugals und Norwegens kauften ebenfalls wohl für Zwecke der Reservendiversifizierung private ECU gegen andere Währungen. Die Bestände der Zentralbanken an privaten ECU erhöhten sich im Jahr 1988 um ECU 7 Mrd. von ECU 4 auf 11 Mrd.

B. Referat von Herrn Papademos

Im Anschluss an die Zusammenfassung der Sitzung der "Überwachungsgruppe" durch Herrn Dalgaard hat sich der Ausschuss der Stellvertreter im wesentlichen auf drei Themen konzentriert:

- das Anziehen des Dollarkurses und die Auswirkungen auf den Anpassungsprozess;
- die jüngste Entwicklung im EWS;
- die Peseta und die spanische Wirtschaftspolitik.

1. Der Dollar

Was den jüngsten Kursanstieg des Dollars betrifft, so fanden einige Stellvertreter, dieser befinde sich auf einem vernünftigen Niveau, während andere der Meinung waren, der Kurs sei relativ hoch. Es ist schwer zu sagen, ob diese jüngste Erholung eine vorübergehende Erscheinung oder ein erstes Anzeichen einer längerfristigen Höherbewertung des Dollars ist. Die Eckdaten der amerikanischen Wirtschaft haben sich nicht verändert, und viel wird von der Politik der neuen amerikanischen Administration abhängen.

Es kam jedoch eine gewisse Skepsis bei der Frage zum Ausdruck, ob die Marktteilnehmer sich der langfristigen Wirkungen der strukturellen Ungleichgewichte zwischen den wichtigsten Handelsmächten der Welt bewusst sind. Diese Situation kann nicht ewig andauern.

Es wurde die Ansicht vertreten, dass die derzeitige Dollar/DM-Parität für die amerikanischen Behörden offenbar akzeptabel ist. Ein Absinken des Dollars unter dieses Kursniveau würde den Inflationsdruck verstärken, da die amerikanische Produktionskapazitäten fast ausgelastet sind. Andererseits hätte ein Ansteigen des Dollars über das derzeitige Niveau negative Folgen für die Leistungsbilanz.

Die festere Notierung des Dollars hat den bilateralen Anpassungsprozess nicht leichter gemacht; er hat sich beträchtlich verlangsamt, und diese Entwicklung gibt natürlich zu Sorge Anlass, insbesondere den deutschen Behörden.

Es wurde ebenfalls darauf hingewiesen, dass der Wechselkurs nur dann ein Anpassungsinstrument ist, wenn die Ungleichgewichte grundlegender und nicht zyklischer Natur sind. So würde eine Abwertung des Dollars die amerikanische Zahlungsbilanz nicht verbessern; das Ungleichgewicht muss vielmehr durch binnenwirtschaftliche Massnahmen korrigiert werden.

## 2. Das EWS

Der Zinsanstieg in den USA hat die deutschen Behörden veranlasst, den Lombardsatz um 0,5 % anzuheben. Diese Erhöhung hat in einer Art Wettlauf mehrere europäische Länder ihrerseits veranlasst, die Zinsen zu erhöhen, mit dem Ziel, die Zinsdifferenzen aufrechtzuerhalten. Dass einige Länder so vorgegangen sind, um kurzfristigen Kapitalabflüssen zu begegnen, zeigt, wie empfindlich solches Kapital auf Veränderungen des Zinsgefälles reagiert.

Der deutsche Stellvertreter hob hervor, dass sich die D-Mark 1988 real generell um 4,5 % und gegenüber dem Pfund Sterling und der Peseta um 10 % abgewertet hat. Infolgedessen haben die Ausfuhren rascher zugenommen als die Einfuhren, und die Behörden mussten bei den Zinsen ansetzen, um eine weitere Abwertung der D-Mark zu verhindern. Er erklärte, unter den derzeitigen Umständen wünsche die Bundesbank keinen weiteren Anstieg der Zinssätze. Man sei zum Tenderverfahren mit festen Zinssätzen anstelle des amerikanischen Zuteilungsverfahrens zurückgekehrt, um dem Markt diesbezüglich ein deutliches Signal zu geben. Die Möglichkeit eines Zinsanstiegs in naher Zukunft könne jedoch nicht ausgeschlossen werden, insbesondere wenn die D-Mark gegenüber dem Dollar weiter an Wert einbüsse.

Nach Ansicht einiger Stellvertreter ist die Rolle des Wechselkurses im Anpassungsprozess zweifellos überschätzt worden. Die Inlandsnachfrage in Europa sei gestiegen, aber nicht überall gleich stark; es wurde angemerkt, dass, wären Grossbritannien und Spanien Mitglieder des Wechselkursmechanismus gewesen, ihre Währungen sich nicht derart hätten aufwerten können, wie dies geschehen ist.

Andererseits war man allgemein der Ansicht, dass es in Europa eine konzertierte Aktion gegenüber dem Dollar geben sollte und dass sich eine solche Aktion wie früher günstig auf die Märkte auswirken könnte, auf denen zur Zeit eher Unklarheit über die Absichten der Zentralbanken herrscht.

## 3. Die Peseta und die spanische Wirtschaftspolitik

Der spanische Stellvertreter legte einige jüngste Entwicklungen der spanischen Wirtschaft dar. Die Peseta hat sich wegen des Zinsanstiegs deutlich gefestigt. Die hohe Wachstumsrate im Jahr 1988 ist mit verstärktem Inflationsdruck einhergegangen. Der Wertgewinn der Währung wird als wirkungsvolles Instrument zur Bekämpfung der Inflation angesehen, trotz der negativen Auswirkung auf das Leistungsbilanzdefizit, das zunimmt. Man wird abwarten müssen, wie lange diese Politik beibehalten werden kann, aber man hat den

Eindruck, sie könne 1989 weitergeführt werden. Die Haushaltspolitik hat zum Anpassungsprozess beigetragen, wenn auch vielleicht nicht im nötigen Ausmass. Die kürzlich erlassenen Massnahmen zur Liberalisierung der Devisenkontrollen in Spanien wurden von den Stellvertretern begrüsst; es wurde erwähnt, dass diese Liberalisierung wegen der hohen spanischen Zinssätze wahrscheinlich eher Kapitalzuflüsse als Kapitalabflüsse fördern werde.

4. Interventionen in EWS-Währungen

Der deutsche Stellvertreter erinnerte an die schriftliche Vereinbarung der EG-Zentralbanken über die Interventionen. Es wurde betont, dass vor einer Intervention die intervenierende Zentralbank zunächst jene Zentralbank konsultieren muss, deren Währung in der Intervention verwendet werden soll. Ein solches Verhalten ist wesentlich, wenn man sicher sein will, dass durch die Verwendung der fraglichen Währung für Interventionen nicht der Zusammenhalt im EWS gefährdet wird.

Der Vorsitzende dankt den Herren Dalgaard und Papademos für ihre Referate und stellt fest, dass die Zentralbankpräsidenten keine Bemerkungen dazu haben.

III. Verabschiedung des Ausschussberichts an die EG-Finanzminister über die Entwicklung an den Devisenmärkten der neunzehn an der Konzertation beteiligten Länder im Dezember 1988 und in den ersten Januartagen 1989

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

IV. Gedankenaustausch über das Arbeitsprogramm des Ausschusses für das Jahr 1989

Der Vorsitzende ruft in Erinnerung, dass ein Plan des Arbeitsprogramms des Ausschusses für das Jahr 1989 (s. Anlage) gleichzeitig mit dem Entwurf der Tagesordnung der Sitzung versandt worden ist. Bevor er Herrn Papademos um Bericht über die Diskussion der Stellvertreter bittet, hält er

fest, dass das Programm auf vom Ausschuss schon gefassten Beschlüssen oder eingegangenen Verpflichtungen beruht und dazu einige noch offene Punkte enthält. Selbstverständlich sei das Programm nicht definitiv, denn in diesem Stadium sei es unmöglich, einerseits alle Fragen, die sich stellen können und deren Prüfung der Vorsitzende oder die Zentralbankpräsidenten für nützlich erachten, und andererseits die Themen, zu denen der Ausschuss um eine Stellungnahme gebeten werden könnte, vorherzusehen.

A. Referat von Herrn Papademos

Die Stellvertreter sind das Arbeitsprogramm des Ausschusses für 1989 durchgegangen, und der vorgeschlagene Plan hat allgemein Zustimmung gefunden.

Die Stellvertreter diskutierten bestimmte Aspekte des Verfahrens für die anstehende Überprüfung des ECU-Korbs (Punkte 3 und 8 des Programms). Man sollte diesbezüglich nicht vergessen, dass eine Überprüfung der Zusammensetzung der ECU spätestens im September 1989 erfolgen muss und dass dafür der Rat zuständig ist, der auf Vorschlag der Kommission und nach Stellungnahme des Währungsausschusses und des Verwaltungsrats des EFWZ entscheidet. Der Zeitpunkt, zu dem die Notenbankpräsidenten ihre Stellungnahme vorlegen müssen, ist jedoch noch nicht klar. In der Tat hängt dieser Zeitpunkt vom Zeitplan ab, der für die Überprüfung des ECU-Korbs festgelegt wird. Wie schon im Bericht Nr. 64 der "Dalgaard-Gruppe" erwähnt, ist ein zweistufiges Verfahren denkbar, d.h. der Rat würde einige Monate vor Inkrafttreten des neuen Korbs über die den Korbwährungen zugeteilten neuen Gewichte entscheiden und diese verkünden. Geht man von dieser Voraussetzung aus, müsste sich der Verwaltungsrat des EFWZ vor September mit dieser Frage befassen. Vielleicht herrscht hinsichtlich des diesbezüglichen Zeitplans mehr Klarheit, wenn die Zentralbankpräsidenten im Februar den neuen Bericht der "Dalgaard-Gruppe" über die wahrscheinlichen Auswirkungen der bevorstehenden Überprüfung der ECU auf die Märkte geprüft haben. Der Vertreter der Kommission hob hervor, dass man grossen Wert auf die Ansicht der Notenbankpräsidenten über das anzuwendende Verfahren und den Zeitplan lege.

Schliesslich wurde noch vermerkt, dass das Arbeitsprogramm hinsichtlich des Ausbaus des EWS und der Währungsintegration nach Vollendung des Berichts des "Delors-Ausschusses" und der Sitzung des Europäischen Rates im Juni festzulegen ist. Überdies wurde erwähnt, dass der Ausschuss der Notenbankpräsidenten unabhängig vom weiteren Vorgehen im Anschluss an den Bericht des "Delors-Ausschusses" eine Würdigung des Funktionierens des Über-



wachungsverfahrens und der geldpolitischen Koordination vornehmen könnte, die nach der Übereinkunft von Basel/Nyborg geschaffen wurden.

B. Diskussion des Ausschusses

Herr de Larosière findet, angesichts der immer grösseren Bedeutung, die die Märkte der Definition und der Zusammensetzung der ECU beimessen, erscheine eine Prüfung dieser Frage erst an der Sitzung der Zentralbankpräsidenten vom 12. September 1989 als zu spät. Es wäre besser, sich mit der Frage der Überprüfung des ECU-Korbs früher, beispielsweise im Juni oder Juli, zu befassen. Es handle sich um eine Sache, die für die Märkte, für das Funktionieren des Finanzsystems in Europa und für die Tätigkeit der Finanzplätze sehr wichtig sei. Es wäre daher wünschenswert, die Beschlüsse ziemlich rasch zu fassen, um auf diesem Gebiet nicht eine allzu grosse Unsicherheit entstehen zu lassen.

Herr Godeaux fragt sich, ob die Zentralbankpräsidenten eine weitere Frist für die Untersuchung benötigen, welche die "Dalgaard-Gruppe" im Februar vorlegen muss. Auf deren Grundlage, d.h. auf der Grundlage des Berichts Nr. 65, könnte der Ausschuss die Frage der Überprüfung des ECU-Korbs umfassend diskutieren.

Der Vorsitzende weist darauf hin, dass bezüglich der Überprüfung der Gewichte der Korbwährungen - diese Überprüfung erscheine als Punkt 8 im vorgeschlagenen Arbeitsprogramm - in einer Fussnote präzisiert werde, dass sie früher, im Mai, Juni oder Juli erfolgen könne, je nachdem, welches Verfahren und welcher Zeitplan von allen beteiligten Instanzen festgelegt würden. Der Vorschlag von Herrn de Larosière sei daher durchaus annehmbar und angemessen. Zur Bemerkung von Herrn Godeaux erklärt der Vorsitzende, der Ausschuss werde in der Tat im Februar auf der Grundlage des Berichts Nr. 65 der "Dalgaard-Gruppe" die Frage der Überprüfung des ECU-Korbs diskutieren; die Notenbankpräsidenten könnten dann beurteilen, ob es nötig sei, an einer späteren Sitzung nochmals auf diese Frage zurückzukommen.

V. Weitere Fragen innerhalb der Zuständigkeit des Ausschusses

Es liegen keine weiteren Fragen vor.

VI. Zeit und Ort der nächsten Sitzung

Die nächste Sitzung findet am Dienstag, dem 14. Februar 1989, in Basel statt; sie beginnt um 10 Uhr oder, falls wegen der Arbeiten des "Delors-Ausschusses" der übliche Zeitplan vorverlegt werden muss, um 9.30 Uhr.

OUTLINE WORK PROGRAMME FOR THE COMMITTEE OF GOVERNORS FOR 1989

Topics to be considered	Date for examination by the Committee	Preparatory work to be done by:
1. Work programme for 1989	January	Committee of Alternates
2. Monitoring of economic and monetary developments within the EMS	Each monthly meeting	Committee of Alternates "Dalgaard Group"
3. Impact of the forthcoming re-examination of the ECU basket(1)	February	"Dalgaard Group"
4. Sterilised and unsterilised interventions	February	"Raymond Group" (Methodological note)(2)
5. Developments and co-ordination of monetary policies in EEC countries	March, July and November	"Raymond Group"
6. Longer-term perspective of changes in the exchange rate structure	April	Committee of Alternates Dr. Bockelmann
7. Developments in public finance and implications for economic policy	May	"Raymond Group" (short paper + updated data)
8. Re-examination of the weights of currencies in the ECU	September(3)	Committee of Alternates
9. Strengthening of the EMS and monetary integration(4)	Autumn	Committee of Alternates Group of experts
10. Annual review of the development of the private ECU	December	"Dalgaard Group"
11. Other matters: Preparation for:		
- the Interim Committee meeting	March	Committee of Alternates
- the informal ECOFIN meeting	May	Committee of Alternates
- the IMF annual meeting	September	Committee of Alternates

- (1) Following the discussion of Report No. 64, the Committee of Governors invited the "Dalgaard Group" to examine further the likely impact of the forthcoming re-examination of the ECU basket.
- (2) A note dated 24th October 1988 was circulated with Report No. 33 on monetary policies but it has not yet been examined by the Alternates and Governors.
- (3) The review must be completed by September. An earlier date, May, June or July, might be arranged but this will depend on the procedure and calendar adopted for the re-examination of the ECU basket. According to article 2 of Council Regulation (EEC) No. 3180/78 of 18th December 1978, decision on a revision of the ECU is taken by the Council acting on a proposal from the Commission after consulting the Monetary Committee and the Board of Governors of the EMCF.
- (4) These topics are presently being studied by the "Delors Committee"; their examination by the Committee of Governors will depend on the developments which may emerge, in particular, at the European Council in June 1989.

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

DEZEMBER 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 Dezember und während der ersten Januartage 1989.

I. ENTWICKLUNG DER WECHSELKURSE

Die Devisenmärkte waren im Dezember durch folgende Entwicklungen gekennzeichnet:

- eine Wiederbefestigung des US-Dollars auf das Niveau von Anfang November;
- eine insgesamt weiterhin recht stabile Lage im EWS mit per saldo nur kleinen Positionsverschiebungen im EWS-Band;
- eine nochmalige deutliche Befestigung der spanischen Peseta.

Der US-Dollar festigte sich im Verlauf des Monats gegenüber allen wichtigen Währungen stetig. Er profitierte lange Zeit von dem statistischen Nachweis eines sich fortsetzenden Wirtschaftswachstums. Auftrieb erhielt

---

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

der Dollar auch durch den Anstieg der kurzfristigen Zinsen in den USA und die jahresultimobedingte Nachfrage nach Dollars von seiten der Unternehmen, die wegen der Feiertage auf ein immer geringeres Angebot traf. Zum Monatsabschluss notierte der Dollar gegenüber dem Yen, der D-Mark und dem Pfund Sterling ungefähr 2 % höher.

Im EWS kam es Mitte des Monats zu einem gewissen Druck auf den französischen und den belgischen Franc, als die Zinsen in Deutschland anstiegen. Die zuständigen Notenbanken begegneten diesem Druck durch Zinserhöhungen, um die Zinsdifferenzen zur D-Mark wiederherzustellen. Daraufhin stabilisierte sich die Situation wieder. Recht fest lag weiterhin die italienische Lira, wohingegen sich die dänische Krone leicht abschwächte.

Trotz des Anstiegs der Marktzinsen erlitt die D-Mark gegenüber dem US-Dollar einen Kursverlust von 1,9 %. Am 16. Dezember wurde der Lombardsatz um 1/2 Prozentpunkt auf 5,5 % erhöht. Gegenüber den übrigen Währungen hielten sich die Kursabschwächungen in etwa die Waage mit den Kursbefestigungen; dadurch verminderte sich der gewogene nominale Aussenwert der D-Mark (1972 = 100) nur von 170,4 % Ende November auf 169,9 %.

Der französische Franc, der am Anfang des Berichtszeitraums angesichts der Verringerung seines Zinsvorsprungs gegenüber der D-Mark von einem Positionsabbau betroffen war, festigte sich in der Folge wieder spürbar. Die Anhebung der Leitzinsen der Banque de France am 14. Dezember und die günstigen Wirtschaftsprognosen für 1989 waren die wesentlichen Bestimmungsgründe für diese Befestigung.

Der belgische Franc vermochte zu Beginn der Berichtsperiode seine Position gut zu behaupten, so dass die Banque Nationale de Belgique Devisen am Markt kaufen konnte; Mitte Dezember geriet die Währung vorübergehend unter Druck, was vor allem mit der Verringerung der Zinsdifferenzen zur D-Mark zusammenhing. Die belgische Notenbank intervenierte daraufhin mit Devisenabgaben; im Zuge der allgemeinen Zinssteigerungen beschloss sie ferner, ihre amtlichen Sätze in zwei Schritten anzuheben. Der Diskont- und der Lombardsatz wurden auf 7,75 bzw. 8 % heraufgesetzt. In den letzten beiden Wochen konnte sich der belgische Franc festigen, so dass die Notenbank wieder Devisen in bedeutender Höhe aufkaufen und selbst die Schatzwechselzinsen für mehrere Fälligkeiten senken konnte.

Der holländische Gulden wies im grossen und ganzen eine wenig veränderte Position im oberen Teil des EWS-Kursbandes auf. In der ersten Monatshälfte ergab sich aufgrund einer weiteren Verringerung der Zins-

differenzen am kurzen Ende eine leichte Abschwächung gegenüber der D-Mark. Am 16. Dezember erhöhte die Nederlandsche Bank im Verein mit ähnlichen Massnahmen anderer Notenbanken den Diskont- und den Lombardsatz um 0,5 Prozentpunkte auf 4,5 bzw. 5,25 %.

Die dänische Krone schwächte sich etwas ab und notierte am Monatsende weit unterhalb der Mitte des EWS-Kursbandes. Die Geldmarktsätze blieben verhältnismässig stabil, so dass sich das Zinsgefälle gegenüber anderen EWS-Währungen abflachte.

Das irische Pfund notierte weiterhin recht stabil in der oberen Hälfte der EWS-Bandbreite. Der Nettozufluss von Devisen während des Monats schlug sich in Nettodevisenkäufen der Central Bank of Ireland nieder.

Die italienische Lira verbuchte infolge anhaltender Kapitalzuflüsse weitere Kursgewinne und schwankte ab der Monatsmitte um den unteren Rand des engen Kursbandes herum. Um die Ausweitung der monetären Basis in Grenzen zu halten, stellte sich die Banca d'Italia dem Kursauftrieb nicht entgegen; sie intervenierte lediglich in begrenztem Umfang in EWS-Währungen, um die Kursbewegungen der Lira zu glätten.

Nach der Anhebung des britische Basiszinssatzes um 1 Prozentpunkt im November wurde das Pfund Sterling Anfang Dezember stark nachgefragt. Bis Mitte des Monats hatte es jedoch seine Kursgewinne vor dem Hintergrund erwarteter steigender Zinsen in Europa wieder preisgegeben. Im ruhigen Marktgeschehen während der Weihnachtszeit verlor das Pfund gegenüber dem Dollar an Boden, festigte sich hingegen gegenüber den meisten anderen Währungen. Der Index des gewogenen Aussenwerts des Pfund Sterling sank um 0,8 % auf 77,7 Punkte (1975 = 100) und auf neuer Basis (1985 = 100) auf 97,4 Punkte.

Die griechische Drachme verlor gegenüber dem US-Dollar 1,9 % an Wert, wohingegen sie gegenüber der ECU unverändert notierte. Ihr gewogener Aussenwert sank um 0,4 %.

Die spanische Peseta setzte ihren Kursanstieg im Berichtszeitraum fort und notierte am Monatsende gegenüber der ECU 2 % höher und gegenüber dem US-Dollar nahezu unverändert. Die Stärke der Peseta beruhte auf lang- und kurzfristigen Kapitalzuflüssen, die ihrerseits dadurch begünstigt wurden, dass zur Dämpfung der Inlandsnachfrage die Zinsen erneut erhöht wurden. Am 13. Dezember hob die spanische Notenbank ihren Tagesgeldinterventionssatz um 1 Prozentpunkt auf 12,4 % an; darüber hinaus erhöhte sie den Satz für dreimonatige Offenmarktgeschäfte mit Rückkaufsvereinbarung am 7. Dezember von 11,75 auf 12 % und am 13. Dezember auf 12,5 %.

Die Abwertung des portugiesischen Escudo belief sich im gewogenen Mittel im Dezember auf 0,2 % und im gesamten Jahr 1988 auf 3,5 %, ein Ergebnis, das in Einklang mit der offiziellen Wechselkurspolitik stand. Gegenüber dem US-Dollar verlor der Escudo 1,7 % an Wert.

Nach einer vorübergehenden Festigung in den beiden Vormonaten schwächte sich der Schweizer Franken im Dezember erneut ab. Im Vergleich zum Dollar erreichten die Werteinbussen 3,3 %, gegenüber den wichtigsten europäischen Währungen zwischen 1,0 und 1,5 %. Exportgewichtet wirkte sich die Abschwächung mit 1,7 % aus. Die Eurofrankensätze stabilisierten sich auf erhöhtem Niveau zwischen 4,50 und 5,00 %. Mitte Dezember wurde das Geldmengenziel für 1989 auf 2 % festgesetzt. Gleichzeitig erfolgte eine Erhöhung des Diskont- und des Lombardsatzes um je 1/2 Prozentpunkt auf 3 1/2 bzw. 5 1/2 %.

Der Schilling schwächte sich gegenüber dem US-Dollar um 1,9 % ab; die Monatsamplitude betrug 3,9 %. Gegenüber der D-Mark schwankte der Schilling lediglich um 0,1 %. Am 16. Dezember wurde der Lombardsatz um 1/2 Prozentpunkt auf 5,5 % angehoben. Der starke Rückgang der Devisenposition der Österreichischen Nationalbank hängt mit dem Kauf der Münze Österreich AG in Höhe von S 8 Mrd. zusammen. Zur Vermeidung einer temporären Überliquidität am inländischen Geldmarkt wird dieser Betrag in Devisen zwischenveranlagt und im Laufe des Jahres zur Bedienung der Auslandsschulden der Republik Österreich verwendet.

Die norwegische Krone wertete sich im Monatsverlauf tendenziell auf. Der Tagesgeldsatz der Norges Bank wurde mit Wirkung vom 5. Dezember um weitere 0,4 Prozentpunkte auf 12 % ermässigt - eine Massnahme, die der Markt grossenteils bereits vorweggenommen hatte. Die Nachfrage nach Kronen ermöglichte weitere Interventionskäufe, wodurch mehr als die Hälfte der Mitte November plötzlich eingetretenen Reserveverluste wettgemacht werden konnten.

Die schwedische Krone notierte stabil auf der starken Seite des Indexbandes. Zur Monatsmitte sorgten Gebietsfremde für einige Kapitalzuflüsse.

Die Finmark schwankte im gewogenen Mittel innerhalb einer engen Marge. Gegen Monatsende festigte sie sich etwas am von geringen Umsätzen geprägten Jahresendmarkt, da die Geldmarktzinsen geringfügig anzogen.

Der japanische Yen schwächte sich gegenüber dem US-Dollar um 2,2 % auf einen Monatsendstand von Yen 124,90 je US-Dollar ab. In dieser Kursbewegung schlug sich eine etwas weniger ungünstige Einschätzung des

US-Dollars nieder, die mit höheren Ölpreisen, der Ausweitung des Zinsgefälles zwischen Japan und den USA sowie jahresultimobedingten Dollarüberweisungen von Tochtergesellschaften multinationaler US-Konzerne zusammenhing. Gleichzeitig schwächte sich der Yen auch gegenüber der ECU geringfügig ab.

Der kanadische Dollar wies grosse Schwankungen auf; mit US-\$ 0,8386 notierte er am Monatsende 0,4 % höher als am Monatsanfang. Zu Beginn der Berichtsperiode erklimm er mit US-\$ 0,8444 ein Siebenjahreshoch, als im Gefolge der Parlamentswahlen vom 21. November eine stark positive Einschätzung des kanadischen Dollars vorherrschte. Zur Monatsmitte schwächte er sich als Reaktion auf die kommerzielle Nachfrage nach US-Dollars zum Jahresende und Gewinnmitnahmen im Zusammenhang mit spekulativen Kapitalzuflüssen, die den kanadischen Dollar in jüngster Zeit gestützt hatten, auf US-\$ 0,8278 ab. In der Folge festigte sich die kanadische Währung bei saisonbedingt geringem Handel, nachdem die Jahresultimonachfrage der Unternehmen nach Devisen nicht mehr bestand und aus dem Ausland neues Anlagekapital zufloss.

## II. INTERVENTIONEN

### A. Interventionen in US-Dollar

Die Interventionen der Zentralbanken haben sich im Dezember gegenüber dem Vormonat stark vermindert. Per saldo verblieben Nettokäufe im Betrag von US-\$ 0,6 Mrd., nach Nettokäufen im November in Höhe von US-\$ 7,9 Mrd. Die umfangreichsten Interventionen wurden von der Bank of Canada vorgenommen, die auf beiden Seiten aktiv war und per saldo rund US-\$ 0,2 Mrd. verkaufte. Relativ bedeutende Verkäufe nahm auch die Banque de France vor.

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

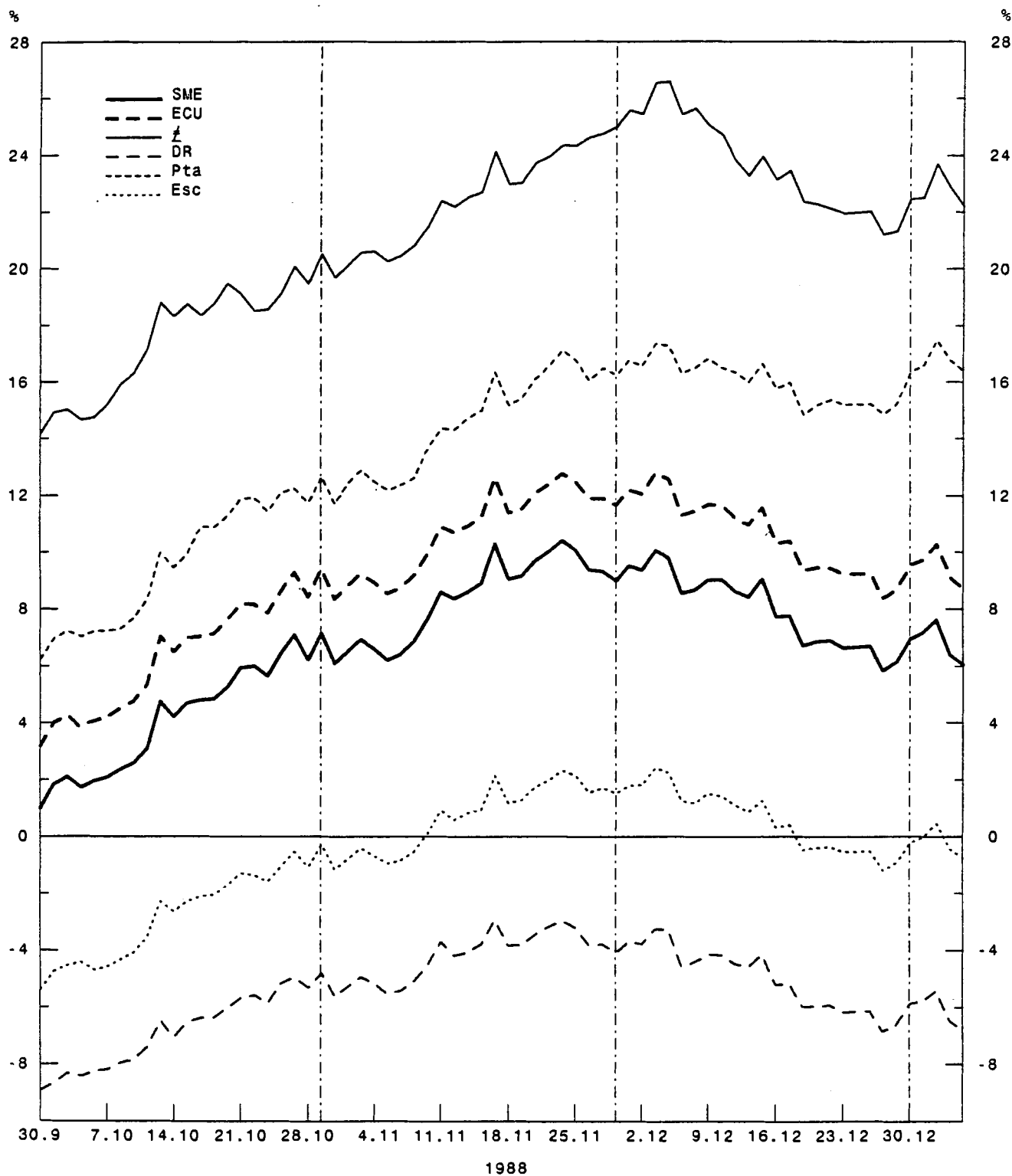
Die Interventionen der EG-Zentralbanken in EWS-Währungen waren mit umgerechnet US-\$ 1,4 Mrd. nahezu gleich hoch wie im November (US-\$ 1,3 Mrd.). Sie erfolgten fast ausschliesslich in D-Mark. Die grössten Nettokäufe wurden von der Banque Nationale de Belgique gemeldet; die grössten Nettoverkäufe nahm die Banque de France vor.



III. ENTWICKLUNG IM LAUFENDEN MONAT BIS ZUM 6. JANUAR

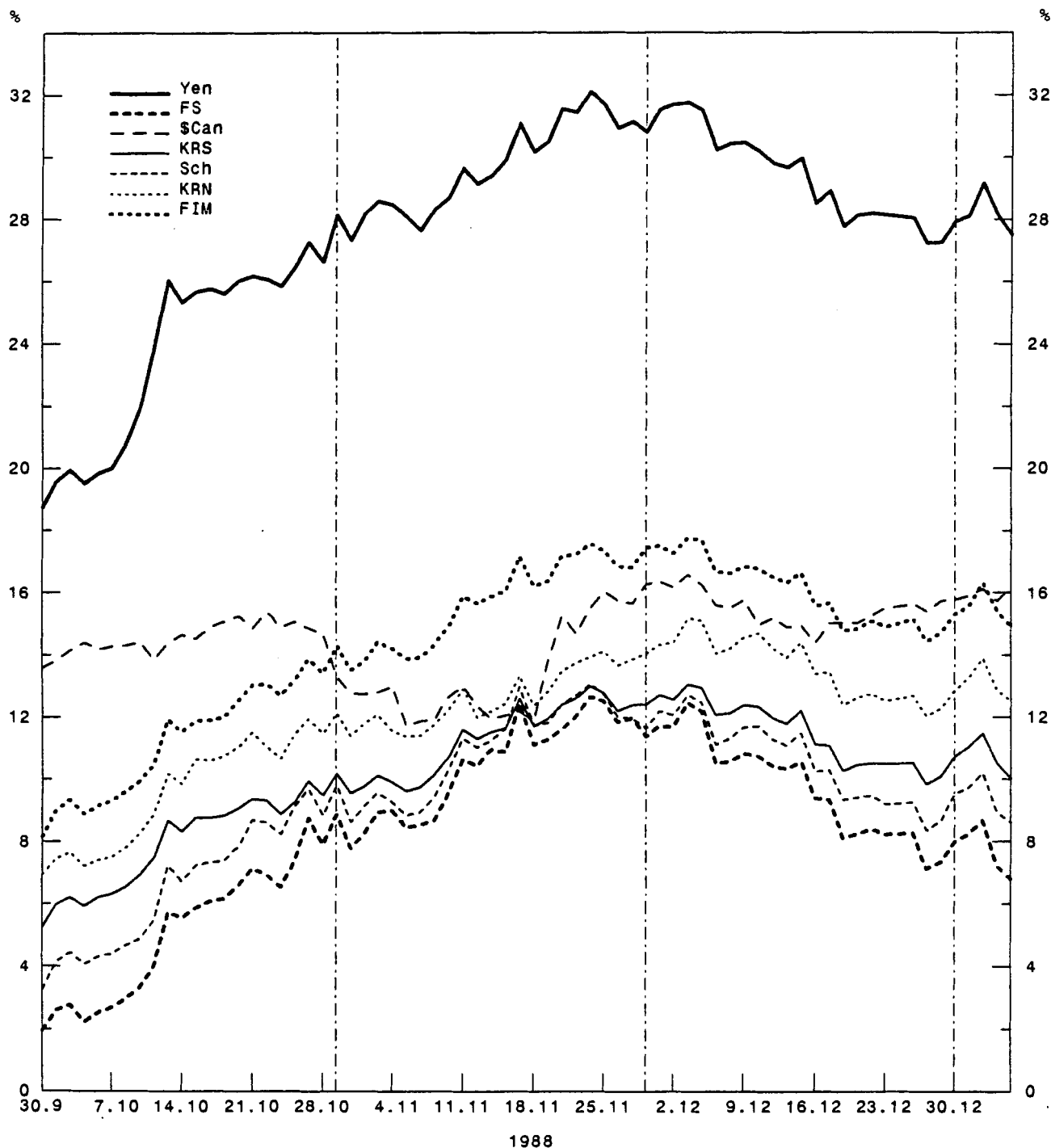
In den ersten Januartagen schwächte sich der Dollar zunächst etwas ab, stieg dann aber wieder an und schloss oberhalb des Jahresendkursniveaus; ursächlich waren weitere Anzeichen für eine anhaltend gute Konjunktur in den Vereinigten Staaten. Die Lage im EWS blieb stabil.

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\*



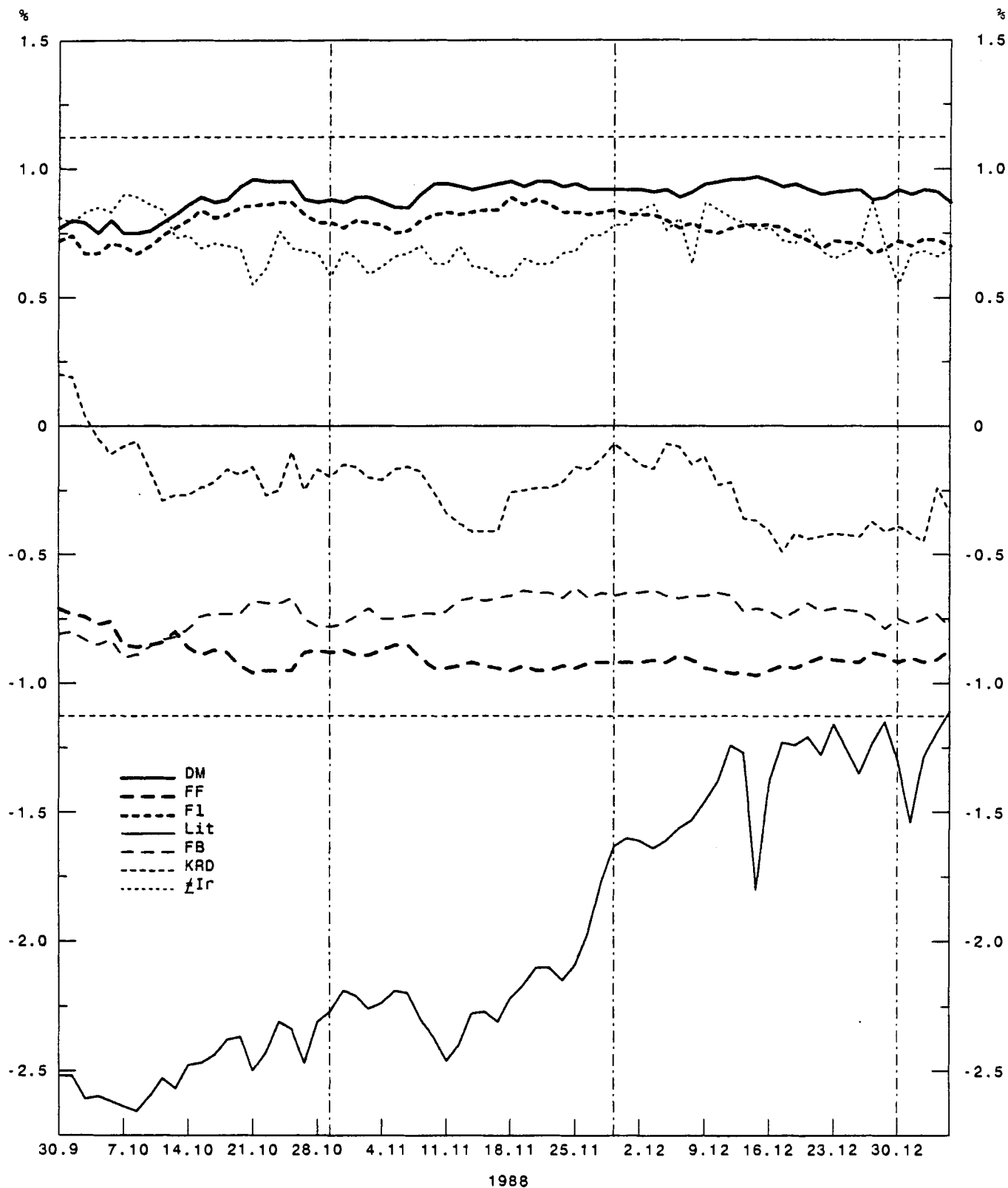
\* Voir page suivante.

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

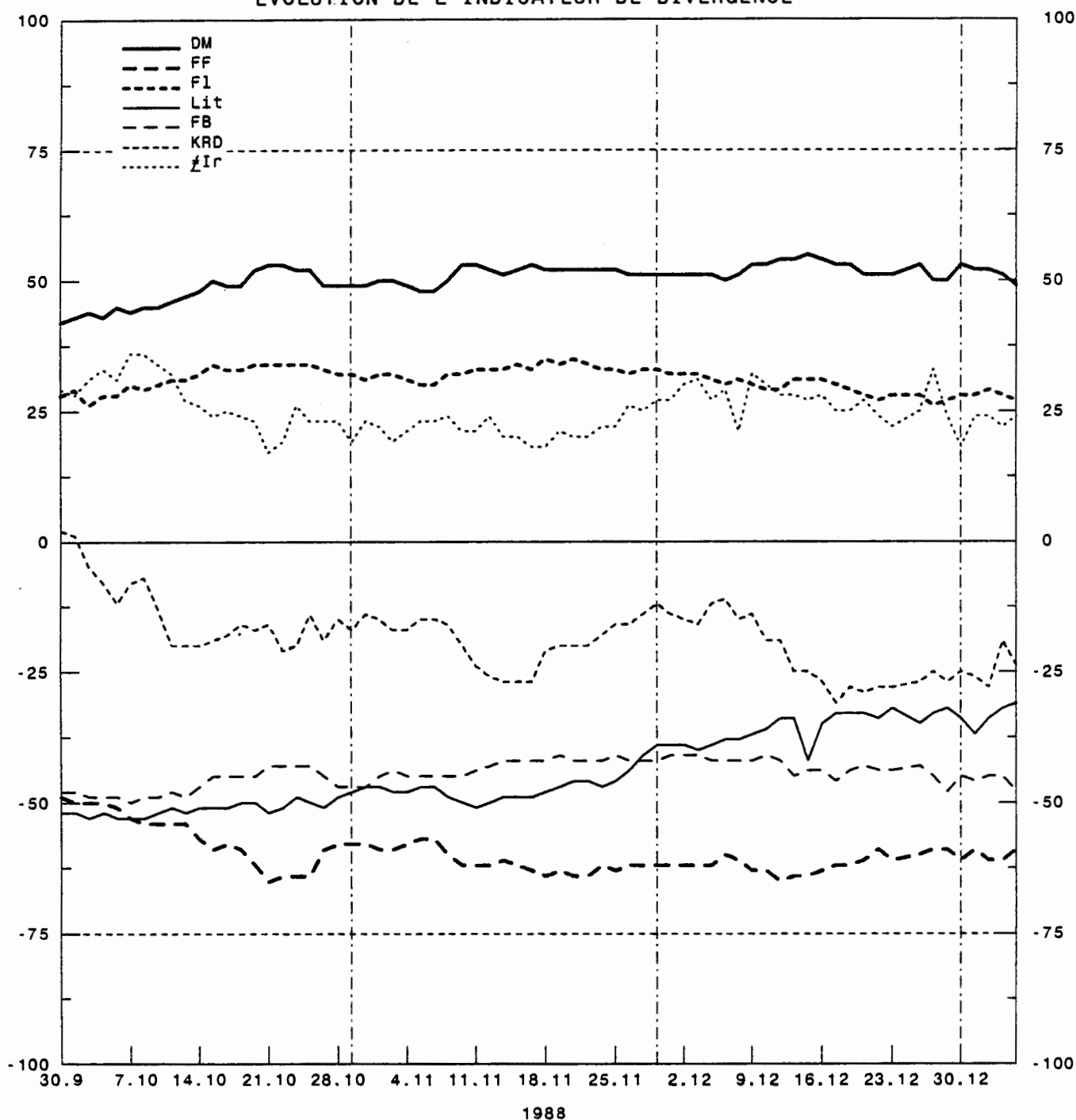


\* ECU 0,93425; £ 0,6773; DR 138,7601; PTA 131,8700; ESC 146,0995; FIM 4,7925; \$Can 1,3805; FS 1,6215; Yen 159,7993; KRS 6,7750; KRN 7,3975; Sch 13,6520; cours médian des monnaies participant au SME 0,92913. Le cours médian des monnaies participant au SME représente la moyenne journalière des cours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

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

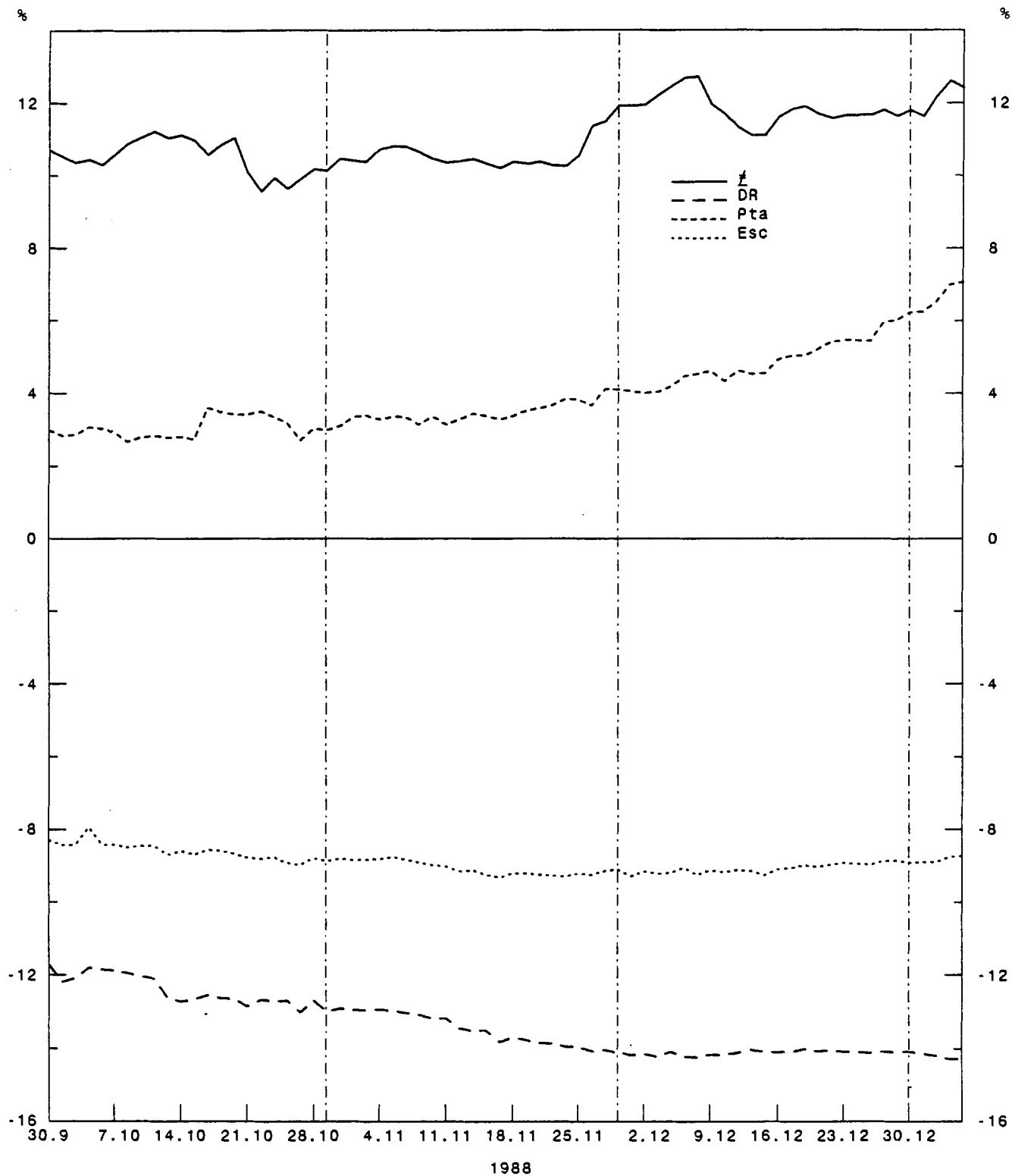


## EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE\*



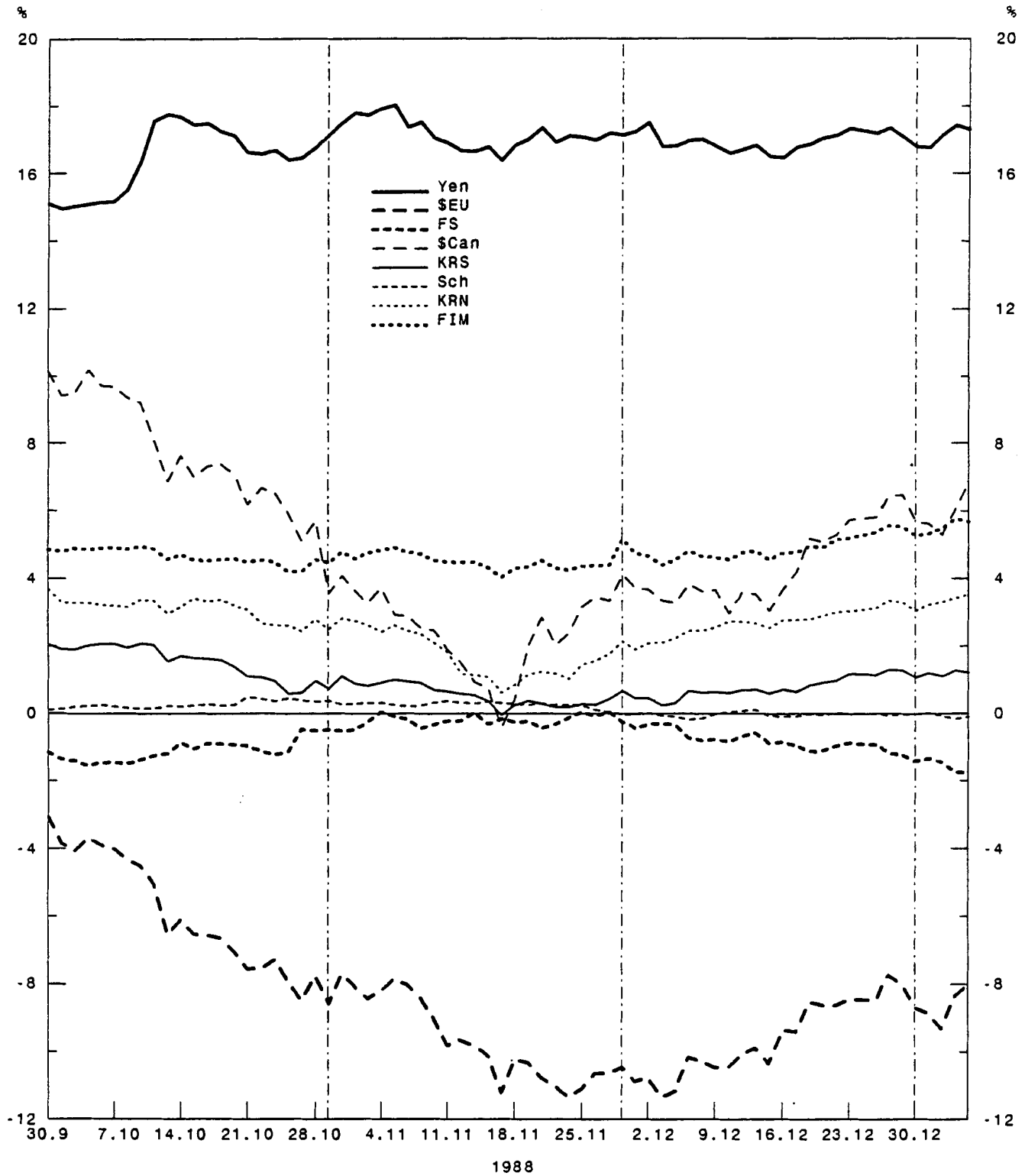
\* L'indicateur de divergence a pour but de mesurer, sur une base comparable pour toutes les monnaies participant au mécanisme de change européen, la position d'une monnaie vis-à-vis de son cours-pivot ECU. L'écart maximal de divergence est le pourcentage maximal par lequel le cours de marché de l'ECU 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 RELEVES  
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; KRN 7,91812; Sch 14,6128; FIM 5,12978.