

PROTOKOLL*

DER 210. SITZUNG DES AUSSCHUSSES DER PRAESIDENTEN
DER ZENTRALBANKEN DER MITGLIEDSTAATEN
DER EUROPÄISCHEN WIRTSCHAFTSGEMEINSCHAFT
BASEL, DIENSTAG, 9. DEZEMBER 1986, 10 UHR

Anwesend sind: der Gouverneur der Bank of England und Ausschussvorsitzende, Herr Leigh-Pemberton, begleitet von den Herren Loehnis und Kirby; der Gouverneur der Banque Nationale de Belgique, Herr Godeaux, begleitet von den Herren Janson und Rey; der Gouverneur der Danmarks Nationalbank, Herr Hoffmeyer, begleitet von Herrn Mikkelsen; der Vizepräsident der Deutschen Bundesbank, Herr Schlesinger begleitet von Herrn Rieke; der Gouverneur der Bank von Griechenland, Herr Chalikias, begleitet von den Herren Papageorgiou und Zarifopoulos; der Gouverneur der Banco de España, Herr Rubio, begleitet von den Herren Sánchez-Pedreño und Feito; der Gouverneur der Banque de France, Herr Camdessus, begleitet von den Herren Waitzenegger und Cappanera; der Gouverneur der Central Bank of Ireland, Herr Ó Cofaigh, begleitet von den Herren O'Grady Walshe und Reynolds; der Gouverneur der Banca d'Italia, Herr Ciampi, begleitet von den Herren Dini und Masera; der Präsident der Nederlandsche Bank, Herr Duisenberg, begleitet von den Herren Szász und Brockmeijer; der Gouverneur der Banco de Portugal, Herr Tavares Moreira, begleitet von den Herren Pego Marques und J.M. Baptista; der Generaldirektor für Wirtschaft und Finanzen der Kommission der Europäischen Gemeinschaften, Herr Russo, begleitet von Herrn Mingasson; der Sekretär des Währungsausschusses, Herr Kees; der Generaldirektor des Luxemburgischen Währungsinstituts, Herr Jaans. Zugegen sind ferner die Herren Raymond und Dalgaard, Vorsitzende der Expertengruppen. 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.

* Endgültige, in der Sitzung vom 10. Februar 1987 gebilligte Fassung, die gegenüber dem Entwurf nur einige Aenderungen redaktioneller Art aufweist.

I. Billigung des Protokolls der 209. Sitzung

Der Ausschuss billigt einstimmig das Protokoll der 209. Sitzung im Wortlaut des den Mitgliedern vorgelegten Entwurfs.

II. Gedankenaustausch über das Funktionieren der innergemeinschaftlichen Konzertation:

- Vorlage des Berichts über die Entwicklung an den Devisenmärkten der an der Konzertation beteiligten Länder im November und während der ersten Dezembertage 1986 durch Herrn Dalgaard;
- Verabschiedung des Ausschussberichts an die Finanzminister der EG-Länder;

A. Referat von Herrn Dalgaard

Herr Dalgaard erläutert eingangs den dem Protokoll als Anlage beigefügten Bericht und hebt einige seit Anfang November eingetretene besondere Entwicklungen hervor; anschliessend äussert er sich zur jüngsten Abschwächung des Yen-Kurses; diese Ausführungen sind nachstehend zusammengefasst wiedergegeben und durch einige dem Protokoll als Anlage beigefügte Grafiken illustriert.

In der Sitzung vom November ist der Ausschuss den Gründen für die erneute Abschwächung des Yen gegenüber dem Dollar nachgegangen und hat die Möglichkeiten für diesbezüglich zu ergreifende Massnahmen geprüft; überdies hat er mich ersucht, einige Ueberlegungen zu diesem Problem zu unterbreiten.

Ich möchte Ihnen nunmehr meine ersten Gedanken darlegen. Da ich dieses Problem noch nicht mit der Expertengruppe besprechen konnte, sind die nun folgenden Aeusserungen ganz persönlich.

Ich habe einige Grafiken erstellt, die Ihnen vom Sekretariat ausgehändigt worden sind und auf die sich meine Aeusserungen gründen.

Der Hauptgrund für die Ueberraschung, die die Schwäche des Yen hervorgerufen hat, besteht darin, dass zum Zeitpunkt des "Plaza-Treffens" allgemein erwartet worden war, dass sich der Yen stärker als die europäischen Währungen gegenüber dem Dollar aufwerten würde.

Im Verlauf der ersten Monate entsprach die Entwicklung diesen Erwartungen; ab Jahresmitte 1986 stabilisierte sich dann der Yen zunächst gegenüber dem Dollar und schwächte sich in der Folge ab, wohingegen die EWS-Währungen weiterhin steigende Tendenz aufwiesen. Die Folge war, dass sich der Yen beispielsweise gegenüber der D-Mark um 12-13% abwertete.

Ich möchte diese Entwicklung in einen längerfristigen Zusammenhang stellen.

In der ersten Grafik habe ich für die USA, Japan und Deutschland die bilateralen Wechselkurse, die relativen Preise und die um die relativen Preise bereinigten Wechselkurse (also eine Art realen Wechselkurs, der die Entwicklung der Wettbewerbsfähigkeit zeigen soll) dargestellt.

Aus der oberen und der unteren Grafik geht hervor, dass der Yen und die D-Mark in den siebziger Jahren gegenüber dem Dollar im wesentlichen dieselbe Entwicklung nahmen, also eine ausgeprägte Abschwächung ihres realen Wechselkurses aufwiesen, so dass sich die reale Kursrelation zwischen Yen und D-Mark kaum veränderte.

In den achtziger Jahren bis 1985 änderte sich die Situation. Der reale Wechselkurs der D-Mark stieg kräftig an und erreichte in etwa sein Niveau von 1970, während der reale Wechselkurs des Yen nicht im selben Ausmass anstieg. Dadurch verlor der Yen in diesem Zeitraum an Wettbewerbsfähigkeit gegenüber der D-Mark (s. Grafik in der Mitte der Seite). In den Jahren 1985 und 1986 haben die beiden Währungen erneut an Wettbewerbsfähigkeit gegenüber dem Dollar eingebüsst, der Yen allerdings mehr als die D-Mark. Die Wettbewerbsposition der japanischen Währung gegenüber der D-Mark hat sich demnach seit 1982 ständig verschlechtert und beläuft sich derzeit auf rund 70% des Niveaus von 1970.

Im Rahmen dieser langfristigen Betrachtung lassen sich nur schwer Gründe für dieses schlechtere Abschneiden des japanischen Yen ausmachen. Deshalb liegt das Problem hauptsächlich in der Entwicklung der letzten fünf Monate.

Ich habe versucht, diese kurzfristige Entwicklung mit Hilfe von drei Gruppen von Grafiken (Nr. 2-4) zu verdeutlichen, die etwas über die bilateralen Beziehungen zwischen den drei Ländern aussagen.

Was die Grafiken der Gruppe Nr. 2 anbelangt, so zeigt die Grafik oben links den gewogenen nominalen Aussenwert, wie er vom IWF errechnet wird. So unvollständig die hier zugrundegelegten Wechselkursmess-

werte auch sein mögen, sie vermitteln doch eine Vorstellung von der Richtung und Stärke der Variationen. Die Grafik bestätigt, dass der Dollar bis Februar 1985 im Wert gestiegen und seitdem im Wert gesunken ist.

Ferner geht aus der Grafik hervor, dass sich der Yen 1983 gemeinsam mit dem Dollar aufgewertet hat, sich dann bis September 1985 stabilisierte und erst dann kräftig zu steigen begann. Wie aus der entsprechenden Grafik der Serie Nr. 3 hervorgeht, sind demgegenüber die Kursbewegungen der D-Mark eher das Spiegelbild der Kursschwankungen des Dollars. Der gewogene Aussenwert des Dollars schwächte sich während dieses Vierjahreszeitraums um 5% ab, während der gewogene Aussenwert der D-Mark 10% und jener des Yen (nach der jüngsten Abschwächung der japanischen Währung) 40% zulegte.

Diese Werte zeigen, dass der Dollar - und die an ihn gekoppelten Währungen - für Japan viel grössere Bedeutung hat als für Deutschland.

Ein Blick auf die Entwicklung der bilateralen Wechselkurse (untere rechte Grafik) lässt einen leichten Kursanstieg des Dollars gegenüber dem Yen bis Februar 1985 erkennen, dann eine langsame Abwärtsbewegung bis September 1985, auf die - im Anschluss an das "Plaza-Treffen" - ein sehr viel ausgeprägter Kursrückgang folgte. Ab Jahresmitte 1986 begann der Dollar erneut anzusteigen.

Gegenüber der D-Mark hingegen festigte sich der Dollar stark bis Februar 1985, während er seither einen ebenso ausgeprägten Kursrückgang gegenüber dieser Währung verzeichnete.

Diese Entwicklungen schlagen sich zusammengefasst in einer Zickzackbewegung des DM/Yen-Wechselkurses nieder: deutlicher Kursrückgang der D-Mark bis Februar 1985, gefolgt von einem Kursanstieg bis zum "Plaza-Treffen", auf das eine erneute Abschwächung bis zur Jahresmitte 1986 folgte, an die sich dann wieder ein Anstieg anschloss.

Infolgedessen notiert die D-Mark gegenüber dem Yen noch immer schwächer als zur Zeit vor dem "Plaza-Treffen" und deutlich niedriger als zu irgendeinem Zeitpunkt vor Jahresende 1984.

Die neuere Entwicklung der Wechselkursrelation zwischen Yen und D-Mark wurde von mehreren Faktoren beeinflusst.

Die Entwicklung der Leistungsbilanz müsste tendenziell den Yen gegenüber der D-Mark stärken. Sowohl Deutschland als auch Japan weisen

bedeutende Ueberschüsse auf; Japans Ueberschuss ist jedoch höher und wächst weiterhin sehr rasch, was vor allem auf die Aufwertung zurückzuführen ist. Zwar hätte sich der Volumensentwicklung nach der Saldo im Warenverkehr leicht zurückbilden müssen (geringe Abnahme der Ausfuhren und Zunahme der Nichtöleinfuhren), doch waren die Preisbewegungen derart gross, dass sich der Ueberschuss beträchtlich ausgeweitet hat. In der Tat haben sich Japans Terms of trade innerhalb einer Zeitspanne von kaum mehr als einem Jahr von etwas über 100 auf rund 150 erhöht.

Wenn sich gleichwohl der Yen-Kurs in jüngster Zeit abwärts bewegt hat, so beruht dies zwangsläufig auf dem Umstand, dass der Kapitalverkehr die Auswirkungen der überschüssigen Leistungsbilanz mehr als aufgewogen hat.

Hierfür gibt es mehrere Gründe. Zum einen sind die Yen-Zinssätze in letzter Zeit zurückgegangen, während die deutschen Zinssätze nach oben tendierten, so dass sich zugunsten Deutschlands eine Ausweitung der Zinsdifferenz ergab (s. Grafiken).

Zum anderen dienten die Interventionen vor allem zur Beeinflussung des Yen/Dollar-Wechselkurses. Die untere linke Grafik der Serie Nr. 2 zeigt die Interventionen, die in Uebereinstimmung mit den "Plaza-Vereinbarungen" den Yen gestützt und den Dollar geschwächt haben, sowie die Interventionen, die von April bis August 1986 den starken Kursanstieg des Yen bremsen geholfen haben.

Die Interventionen in D-Mark wurden weniger direkt zur Beeinflussung des Dollar/DM-Kurses eingesetzt, schon deshalb nicht, weil sie im wesentlichen von dritten Notenbanken vorgenommen wurden.

Grössere Bedeutung als den tatsächlichen Interventionen kommt der kürzlichen gemeinsamen Erklärung der USA und Japans zu. In der Tat ist der Markt jetzt überzeugt, dass die japanischen und amerikanischen Währungsbehörden gemeinsam intervenieren werden, um einer erneuten Aenderung des Yen-Wechselkurses entgegenzutreten. Allerdings darf die Tragweite dieser Absprache nicht überschätzt werden. Sie wurde erst am 31. Oktober publik gemacht, also am Ende einer dreimonatigen Periode eines stabilen Yen/Dollar-Wechselkurses und einige Tage, nachdem sich die japanische Währung abgeschwächt hatte und auf ihr aktuelles Kursniveau gegenüber dem Dollar gefallen war.

Die Veränderungen im Kapitalverkehr waren zweifellos auch durch andere Faktoren wie die allgemeine Besserung der Wirtschaftslage in den zwei Ländern beeinflusst. Diesbezüglich wird die Lage Deutschlands als sehr viel günstiger beurteilt als jene Japans, das sich vor grosse Anpassungsprobleme gestellt sieht.

Als letztes kommt hinzu, dass japanische Investoren beträchtliches Interesse an Anlagen im Ausland und besonders an solchen in den USA gezeigt haben. Diese Entwicklung wurde durch die Liberalisierung des japanischen Kapitalverkehrs begünstigt, die zum geeigneten Zeitpunkt kam, ebenso wie zweifelsohne durch Anlageempfehlungen. Gleichzeitig liquidierten ausländische Anleger während der vergangenen Monate einen Teil ihrer in Japan getätigten Anlagen, namentlich Anlagen in Aktien.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass die jüngste Abschwächung des Yen nur eine teilweise Umkehr der vorherigen allgemeinen Haussetendenz des Yen darstellt.

Diese Schwäche findet eine Erklärung vor allem in

- den niedrigeren Yen-Zinsen,
- dem Eindruck der Marktteilnehmer, dass sich die USA und Japan einer Festigung des Yen-Kurses entschieden entgegenstellen werden,
- den vergleichsweise gravierenden wirtschaftlichen Problemen Japans,
- der Vorliebe japanischer Investoren für Anlagen im Ausland.

Das Problem weist viele andere Aspekte auf, die einer Untersuchung Wert wären.

Im folgenden einige Beispiele:

In meiner Note habe ich mich auf die D-Mark stellvertretend für die Währungen der EG beschränkt, doch müsste man auch die Wechselkursrelationen des Yen mit den anderen Währungen der Gemeinschaft untersuchen.

Wie sehen die Folgen der Yen-Wechselkursentwicklung für die Leistungsbilanzposition zwischen Japan und den verschiedenen europäischen Ländern aus? Hat es Einfluss auf die Wechselkurse, wenn japanische Anleger plötzlich grosses Interesse beispielsweise für deutsche Wertpapiere statt für amerikanische Titel zeigen?

Wenn der Ausschuss es wünscht, können diese Untersuchungen durch die Experten weitergeführt werden; es stellt sich auch die Frage, einmal, welches der am besten geeignete Rahmen hierfür wäre, jener der EG oder jener der "Konzertationsgruppe", die ausser die Länder der Gemeinschaft sechs weitere Länder einschliesst, zum anderen, ob die Zentralbankpräsidenten für diese Untersuchungen einige Anleitungen zu geben wünschen.

B. Diskussion des Ausschusses

Der Vorsitzende dankt Herrn Dalgaard, so rasch dem Ersuchen der Zentralbankpräsidenten entsprochen und eine sehr nützliche Gesamtvorstellung vom Yen vermittelt zu haben.

Herr Duisenberg bedankt sich ebenfalls bei Herrn Dalgaard für die von diesem vorgelegte klare Analyse. Er sehe sich gegenwärtig nicht in der Lage, in bezug auf die Weiterführung der Untersuchung präzise Anleitungen zu geben und sei der Ansicht, dass die Stellvertreter hierüber vielleicht als erstes nachdenken könnten. Hingegen sollten seiner Meinung nach die Untersuchungen durch die Expertengruppe der EG und nicht durch die "Konzertationsgruppe", in der namentlich Japan und die USA vertreten seien, weitergeführt werden. Die Zentralbankpräsidenten seien ja vor allem interessiert zu erfahren, welche Auswirkungen die Entwicklung des Yen auf die Währungen der Gemeinschaft und die ECU habe.

Herr Camdessus ist ebenfalls der Auffassung, dass die Experten im Rahmen der Gemeinschaft tätig sind; er fügt hinzu, dass die Anfangsbemerkungen von Herrn Dalgaard Anlass zu zusätzlichen Ueberlegungen geben sollten.

Herr Hoffmeyer ist dafür, die Arbeit mit zwölf Ländern durchzuführen, und hält es nicht für unbedingt nötig, dass die Stellvertreter zunächst hierüber beraten. Die Experten könnten vielleicht im Rahmen ihrer Untersuchung eine Unterscheidung zwischen der langfristigen und der kurzfristigen Entwicklung der Wechselkursrelationen zwischen dem Yen und den europäischen Währungen treffen.

Herr Russo führt aus, dass man beim Betrachten des gewogenen Aussenwerts der D-Mark und des Yen unweigerlich der Existenz des EWS gewahr werde. In der Tat habe der Dollar im Falle Deutschlands sehr viel weniger Gewicht als im Falle Japans. Vor allem für die Zukunft komme es

daher darauf an, die bilateralen nominalen Kursrelationen zwischen dem Yen und den europäischen Währungen anstelle der Entwicklung des gewogenen Aussenwerts zu untersuchen.

Herr Schlesinger spricht sich ebenfalls dafür aus, die Studien über die Wechselkursrelationen zum Yen fortzusetzen und dies im Rahmen der Gemeinschaft zu tun. Er habe zwei Anmerkungen zu den Darlegungen von Herrn Dalgaard, die bereits die wichtigsten Punkte auf sehr nützliche Weise zusammengefasst hätten. Zum einen sei in Tabelle 1 das Jahr 1970 als Ausgangsbasis genommen worden, doch sei das eigentliche Problem erst 1973 nach dem Ende des Bretton-Woods-Systems zutage getreten. Zum anderen wiesen die Statistiken auf lange Sicht einen Verlust Japans an Wettbewerbsfähigkeit gegenüber Deutschland und sicherlich auch gegenüber anderen Ländern aus, doch stelle man in der Realität fest, dass seit Jahren der Anteil japanischer Produkte in Deutschland unaufhörlich steige; bei Kraftfahrzeugen etwa sei der Marktanteil in Deutschland in einigen Jahren von 10 auf 15% gestiegen.

Mit Bezug auf eine Äusserung von Herrn Dalgaard über die deutschen Zinsen, die in den letzten Monaten anders als die japanischen Zinsen gestiegen sein sollen, erklärt Herr Schlesinger, dass diese Entwicklung nicht für die langfristigen Sätze gelte und es sich bei den kurzfristigen Zinsen (Dreimonatsgeld) um ein mit dem Jahresende zusammenhängendes, saisonales Phänomen handle, das Anfang 1987 nicht mehr bestehen dürfte.

Herr Dalgaard erklärt, dass er, dem Wunsch der Zentralbankpräsidenten entsprechend, die Untersuchungen über den Yen im Rahmen der EG-Expertengruppe fortsetzen und hierfür eine monatliche Sitzung in Basel oder eine Zusammenkunft der Gruppe nutzen werde.

Der Vorsitzende stellt die Annahme des "Konzertationsberichts" durch den Ausschuss fest, der nach dem üblichen Verfahren den Finanzministern und den EG-Ländern zugeleitet wird.

III. Untersuchung der gegenwärtigen Geldpolitik der EG-Länder und zugehöriger Fragen auf der Grundlage:

- des Berichts Nr. 29 der Expertengruppe unter dem Vorsitz von Herrn Raymond
- der Monatsstatistiken

A. Referat von Herrn Raymond

Der Bericht Nr. 29 der Expertengruppe ergänzt die halbjährliche Untersuchung der konjunkturellen Lage durch Ueberlegungen zu zwei anderen Themen, die die Zentralbankpräsidenten beschäftigten: die langfristige Entwicklung der Liquiditätsquoten in unseren Volkswirtschaften und die Konvergenz innerhalb der Gemeinschaft.

1. Die Untersuchung der Konjunkturlage

Zur eigentlichen Wirtschaft lässt sich wenig sagen; dagegen werfen die Wechselkurse und der Stand der Geldpolitik einige Fragen auf.

a) Die wirtschaftliche Lage

Insgesamt hat sich die wirtschaftliche Lage in der Gemeinschaft weiter verbessert:

- die Inflation ist im Durchschnitt auf dem niedrigsten Stand seit dem ersten Oelschock;
- das Wachstum wird durch eine gefestigte Inlandsnachfrage gestützt und nimmt mässig zu;
- die Kaufkraft der Haushalte ist im übrigen infolge der sinkenden Teuerung wieder gestiegen;
- die Gewinnmargen der Unternehmen verbessern sich im allgemeinen.

Diese Errungenschaften sind jedoch ungefestigt und unvollständig. Die Arbeitslosigkeit lässt zwar leicht nach, bleibt jedoch eine grosse Sorge. Die Ergebnisse bei der Zahlungsbilanz, den Löhnen und den öffentlichen Haushalten sind von Land zu Land unterschiedlich.

b) Die Wechselkurse

Alles in allem ist jedoch die Konvergenz befriedigender geworden. Daher ist es eigentlich paradox, dass sich die Spannungen im europäischen Wechselkurssystem als so stark erwiesen haben, insbesondere seit April. Dies trotz dreier Leitkursanpassungen innerhalb von dreizehn Monaten - oder vielleicht wegen dieser Leitkursanpassungen, da nämlich häufigere Realalignments zu einer spekulativen Haltung der Marktteilnehmer führen können. Vielleicht sind diese der Ansicht, dass die Koordination weniger gut ist, als offiziell behauptet wird. In der Tat haben die Kapitalbewegungen im Zusammenhang mit dem Verhalten der nicht zum System der festen Wechselkurse gehörenden Währungen eine entscheidende Rolle gespielt. Für ihre Arbitragegeschäfte wägen die Märkte das Risiko jeder der Währungen des Wechselkurssystems um so misstrauischer ab, als die Kurse dieser Währungen ihre Kaufkraftparität gegenüber dem Dollar übersteigen. Eine Verschärfung dieser Spannungen kann nicht ausgeschlossen werden, vor allem wenn der Dollar weiter nachgibt.

c) Geldpolitik

Beinahe überall wachsen die Geldmengenaggregate rascher als vorhergesehen oder erwünscht. So entsteht eine Situation, die äusserst sorgfältig überwacht werden muss, jedoch offenbar keine dringliche Korrektur erfordert. Der Rückgang der nominalen Zinssätze hat einerseits die Kosten für die Haltung liquider Mittel verringert und andererseits der Hoffnung ein Ende gesetzt, erneute Gewinne auf die langfristigen Titel zu erzielen, oder sogar die Furcht ausgelöst, auf diesen langfristigen Titeln wegen eines Wiederansteigens der Zinssätze Verluste zu erleiden. Diese Faktoren, und dazu noch die Auswirkungen der Finanzinnovation, haben zu einer erhöhten Liquiditätspräferenz geführt. Bis jetzt hat man darin eher Portefeuille-Anpassungen als ein drohendes Wiederaufleben der Inflation gesehen. Daher hat man auch die Zinssätze nicht angehoben, die von den Experten als hoch eingestuft werden, wenn man sie mit dem Index der Einzelhandelspreise vergleicht, als etwas weniger hoch, wenn man sie an der Basisinflation misst, und jedenfalls nicht so hoch, dass sie die Investitionen lähmen.

2. Langfristige Entwicklung der Liquiditätsquoten

Die Gruppe hat die Entwicklung der Liquiditätsquoten über einen langen Zeitraum untersucht, während sie sich sonst in ihren Berichten nur auf die letzten Monate bezieht.

Die Gruppe hat die zeitliche und räumliche Unregelmässigkeit der Entwicklung der Liquiditätsquoten hervorgehoben. Die Liquiditätsquoten, die auf den eng definierten Geldmengengrössen beruhen, zeigen im allgemeinen eine sinkende Tendenz, nicht jedoch jene, die auf der Basis der weit definierten Geldmengengrössen, einschliesslich der kurzfristigen marktfähigen Papiere, die sich der Sparergunst erfreuen, berechnet werden. Die Vergleiche zwischen den Ländern werden durch inhaltliche und begriffliche Unterschiede der Geldmengengrössen erschwert, so dass die Auswirkungen sowohl der konjunkturellen Entwicklungen als auch der institutionellen Veränderungen, die die Geldnachfragefunktion infolge der finanziellen Innovation und der Entregulierung modifizieren, nicht die gleichen sind.

Die Schwierigkeit für die Währungsbehörden ist doppelter Art. Erstens müssen sie kurzfristig die Erhöhungen der Liquiditätsquoten erkennen, die sich nicht mit einer strukturellen Veränderung erklären lassen, und dies ist manchmal im Moment schwierig. Zweitens müssen sie im jährlichen Rahmen diese kommenden strukturellen Veränderungen bei der Festlegung ihrer quantitativen Ziele (wenn sie solche haben) oder bei den offiziellen Vorhersagen berücksichtigen.

Die Gruppe ist der Meinung, dass bisher nur einige Länder auf wirklich ernstliche Schwierigkeiten gestossen sind.

3. Wirtschaftliche Konvergenz

a) Der Begriff

Der allgemeine Ausdruck ist auf verschiedene Dinge und verschiedene Zeiträume anwendbar.

Was den Gegenstand betrifft, lässt sich die Konvergenz anwenden auf:

- institutionelle Gegebenheiten, von denen einige einen direkten Einfluss auf die Wirtschaft haben (wie das Handelsrecht, das Steuerrecht, die gesetzliche Regelung der Löhne),

- die wirtschaftlichen Strukturen, die unter den Mitgliedsländern nur in kleinen Schritten einander angenähert werden können (wie Lebensstandard, Ausrüstungsstand),
- konjunkturelle Schwankungen.

Hinsichtlich des in Betracht gezogenen Zeitraums muss man einräumen, dass ein hoher Grad von Konvergenz in zahlreichen Bereichen eine Voraussetzung für die endgültige Integrierung unserer Volkswirtschaften ist. Dies ist das langfristige Ziel eines Beitritts zur Gemeinschaft. Wir haben diesen Punkt noch nicht ganz erreicht. Auf kürzere Sicht geht es zumindest darum, aus der Gemeinschaft einen Hafen der Stabilität in einer unruhigen Welt zu machen; dies bedeutet, dass man sich um eine Abstimmung der nominalen konjunkturellen Variablen bemühen muss. Von diesem Gesichtspunkt aus schliesst der Wechselkursmechanismus mit engen Schwankungsmargen Funktionsregeln ein, die eine günstige Auswirkung zeitigen.

b) Empfehlungen

Zunächst einmal ist die Gruppe der Ansicht, dass man nicht alles miteinander konvergieren lassen kann; wenn z.B. die Inflationsraten sehr unterschiedlich sind, kann man nicht gleichzeitig die Inflationsraten und die Wachstumsraten konvergieren lassen. Um auf kurze und mittlere Sicht die Stabilität in der Gemeinschaft zu gewährleisten, hat die Gruppe als Konvergenzindikator in erster Linie die Preise, oder vielmehr die grundlegenden Auftriebstendenzen gewählt, in zweiter Linie die Geldmengenaggregate, die durch komplexe Beziehungen mit den Preisen verknüpft sind, aber die von der Zentralbank direkt beeinflusst werden können, und erst an dritter Stelle die Leistungsbilanz und den Saldo des öffentlichen Haushalts, die schwieriger zu deuten sind und die nicht unter allen Umständen konvergieren müssen.

Keiner dieser Indikatoren kann hinsichtlich seines statistischen Werts einfach übernommen werden; sie müssen immer in ihrem Kontext beurteilt werden.

Da einige Elemente des "policy mix" politischen Zufällen unterworfen sind, ist es um so wichtiger, die Geldpolitik konvergieren zu lassen. Dies bedeutet eine Konzertation, die auf pragmatische Weise die jeweiligen Beschlüsse der Mitgliedsländer steuert.

Schliesslich ist die Konvergenz nicht alles. Auf dem Gebiet der Preise ist man nicht nur bestrebt, sich einander anzunähern, man ist im Prinzip bestrebt, sich der Stabilität, d.h. Null, anzunähern. Auch muss angemerkt werden, dass der Einbezug der nichtmonetären Politik und insbesondere struktureller Anpassungen notwendig ist und zweifellos für die Zukunft der Gemeinschaft immer wichtiger sein wird.

B. Referat von Herrn Loehnis

Die Stellvertreter haben Herrn Raymond zu einem neuen ausgezeichneten Bericht beglückwünscht und ihre Diskussion auf drei Hauptthemen konzentriert, nämlich: die Inflation, die Instabilität im EWS und die realen Zinssätze.

Trotz der auf historische Tiefstände gesunkenen Inflationsraten in den Mitgliedstaaten sind die Stellvertreter darüber besorgt, dass die Ausweitung der Geldmengenaggregate und das Wachstum der Reallöhne in gewissen Ländern schneller als erwartet erfolgen. Hinsichtlich der Geldmengenaggregate bestehen Probleme bei der Deutung der Entwicklung, aber die derzeit wegen der neuen Instrumente und der relativ hohen Zinssätze in Form flüssiger Mittel gehaltenen Ersparnisse könnten leicht verwendet werden, wenn sich die Umstände ändern. Es wurde auch zugegeben, dass 1986 der inflationäre Druck der Realloohnerhöhungen durch den Fall der Oelpreise und die Verbesserung der Austauschrelationen ausgeglichen wurde, aber es ist unwahrscheinlich, dass sich dies 1987 wiederholt.

Die Stellvertreter sind auch über die anhaltende Instabilität beunruhigt, die im Wechselkursmechanismus des EWS seit der allgemeinen Leitkursanpassung vom April 1986 zu beobachten ist. Man hat erkannt, dass äussere Faktoren diesbezüglich eine bedeutende Rolle gespielt haben, und es wurde einer gewissen Enttäuschung über das allmähliche Nachlassen der internationalen Zusammenarbeit seit der Plaza-Vereinbarung Ausdruck gegeben. Ueberdies sind die Unterschiede bei der Entwicklung der Haushalte bedeutend geblieben. Einige Stellvertreter sind der Meinung, dass die Geldpolitik im EWS ebenfalls zu dieser Instabilität beigetragen haben mag; sie führten an, dass die Zinssätze in einigen Ländern zu rasch und in andern vielleicht nicht rasch genug zurückgegangen seien, was zu unangemessenen Zinsgefällen geführt habe. Einige fanden, die Geldpolitik

im EWS könnte deswegen kritisiert werden, weil sie sich allzu sehr auf die Interventionen auf den Devisenmärkten stütze und zu wenig die inländischen monetären Bedingungen berücksichtige. Man vermerkte auch, dass die Verengung des Zinsgefälles nicht nur innerhalb der Gemeinschaft eingetreten ist, sondern auch auf internationaler Ebene gegenüber dem Dollar und dem Yen. Es wurde erwähnt, dass die destabilisierende Wirkung der Kapitalbewegungen zu einem grösseren Problem wird, insbesondere im Zusammenhang mit einer zunehmenden Liberalisierung dieser Bewegungen.

Die Schlussfolgerung, gemäss welcher die inflationbereinigten Zinssätze in den meisten Ländern nicht mehr als Investitionshindernis empfunden werden, wurde von den Stellvertretern unterschiedlich aufgenommen. Allgemein wird anerkannt, dass man bei der Bereinigung der Zinssätze um die Inflation den Erwartungen künftiger Inflation mehr Bedeutung zumessen sollte als den in jüngster Vergangenheit festgestellten Inflationsraten. Es wurde hervorgehoben, dass die Investitionen nicht nur den Realzinssatz ex ante widerspiegeln, sondern auch von anderen Faktoren abhängen, die den Realertrag des Kapitals berühren. Ein Stellvertreter vertritt die Meinung, dass in seinem Land der Zinssatz die Investitionen noch hemmt.

Betreffend das letzte Kapitel des Berichts, über die Konvergenz, räumen die Stellvertreter ein, dass vor allem die nominale Konvergenz für das EWS von Bedeutung und die Konvergenz der realen Ergebnisse nicht unbedingt wünschenswert ist. Man darf jedoch nicht vergessen, dass die monetäre Souveränität nicht leicht aufgegeben wird, wenn im realen Bereich nicht mehr Konvergenz besteht. Es wurde angeregt, dass in den Ländern, in denen die Inflation am erfolgreichsten gemeistert worden ist, der Spielraum genutzt werden und die Geldpolitik soweit als möglich das wirtschaftliche Wachstum fördern sollte, was sich auf die Wirtschaften der anderen Mitgliedstaaten günstig auswirken würde.

C. Diskussion des Ausschusses

Herr Camdessus fragt sich, ob die Konvergenz nicht zu viele Illusionen geweckt habe. In der Tat merke man seltsamerweise in dem Moment, in dem sie viel besser sei, dass sie nicht genüge, insbesondere bei einem viel freieren Kapitalverkehr als vorher. Es sei ganz offenkundig, dass eine gute Konvergenz der Wirtschaftspolitik und sogar der Geldpolitik

nicht genüge, damit bei den Kapitalbewegungen Ruhe herrsche und sich auf lange Sicht ein stetiges Wachstum konsolidiere. Ferner würde die Koordinierung der Geldpolitik, die für eine noch bessere Konvergenz nötig wäre, ein Minimum an Uebereinstimmung über das gemeinsame Ziel erfordern, d.h. insbesondere über die optimale Durchschnittshöhe der Zinssätze der EG-Länder. Dieser Durchschnitt würde einem gemeinsamen Inflationsziel entsprechen (eventuell 0% Teuerung) oder einer guten ECU/ Dollar-Relation. Sobald dieses Ziel feststehe, wäre es für jedes Mitgliedsland ein leichtes, die Abweichung zwischen seinen nationalen Zinssätzen und dem auf Gemeinschaftsebene akzeptierten Durchschnitt zu bestimmen. Aber den Märkten sei durchaus klar, dass diese grundsätzliche Uebereinstimmung nicht existiere: Gewisse Länder sorgten sich mehr um den Wertzuwachs der europäischen Währungen gegenüber dem Dollar oder dem Yen; andere seien der Meinung, dass es nicht absolut notwendig sei, sich auf die negative Teuerungsrate Deutschlands auszurichten.

Herr Camdessus fände es daher nützlich, sich mit zwei zusätzlichen Diskussionsthemen zu beschäftigen. Erstens: Genügt die Konvergenz, wenn der Kapitalverkehr vollständig frei geworden ist? Welcher Art müssen die Botschaften an die Märkte sein, wie kann man diese überzeugen? Zweitens: Wie kann man zu einer besseren Einigung darüber gelangen, welches die durchschnittliche Höhe der Zinssätze in der Gemeinschaft sein sollte?

Herr Schlesinger ist der Ansicht, dass der Expertenbericht auf die zweite Bemerkung von Herrn Camdessus schon eine Antwort skizziert habe. Bei der Inflation sei nämlich das Ziel ein Nullwachstum der Preise. Ein solches Ziel lasse sich vielleicht leichter formulieren als andere, aber wenn es verwirklicht würde, könnte die Konvergenz in anderen Bereichen erleichtert werden. Derzeit stünden die EG-Länder unter Einflüssen - vielleicht kurzfristigen, aber wesentlichen - die insbesondere auf den Kursrückgang des Dollars zurückzuführen seien, und ihre Währungen würden von dieser Entwicklung in unterschiedlicher Weise berührt. Die zunehmende Liberalisierung des Kapitalverkehrs könne sich auf die Wechselkurse und die Zinssätze und auf die Relation dieser Variablen zwischen den Ländern auswirken; sie könne auch unerwartete Kapitalströme auslösen, aber es handle sich hier um unvermeidliche Folgen, auf die man mit einer gewissen Flexibilität der Marktsätze reagieren könne, während man, wenn man sich auf bestimmte Sätze festlege, riskiere, die Probleme eher zu verschärfen statt sie zu lösen.

Herr Schlesinger weist darauf hin, dass in Deutschland der für die Geldmarktsteuerung massgebliche Zinssatz für Wertpapierpensionsgeschäfte seit April 1986 unverändert auf 4,35% stehe; dieser Satz sei aus äusserwirtschaftlichen Gründen auf diesem Stand belassen worden, während die binnenwirtschaftliche Lage und insbesondere die Geldmengenexpansion ein anderes Niveau gerechtfertigt hätten. Die Bundesbank habe somit akzeptiert, auf dieses Handlungsparameter zu verzichten.

Herr Dini findet, dass der Expertenbericht im Kapitel über die Liquiditätsquoten vielleicht sowohl zu streng als auch zu nachsichtig ist. Die Rolle, die die monetären Zielgrössen seit fünfzehn Jahren im Kampf gegen die Inflation spielen, und die Einhaltung der Ziele durch gewisse Länder verdienten nämlich mehr Berücksichtigung. Andererseits müsse betont werden, dass eine unabhängige Geldpolitik nicht mit den Wechselkursverpflichtungen im EWS und der Liberalisierung des Kapitalverkehrs vereinbar sei. Bei der Konvergenz müsse man sehen, dass die Märkte unter den Rahmenbedingungen der Konkurrenz, des technischen Fortschritts und zunehmender Deregulierung arbeiteten; wenn die Geldpolitik alle diese Elemente nicht integriere, werde sie wirkungslos bleiben und werde es sehr viel schwieriger, die geldpolitischen Ziele zu erreichen, deren wichtigstes ohne Zweifel die Preisstabilität sei. Eine Verbesserung der Konvergenz sei keine genügende Antwort auf dieses Problem und wie schon Herr Camdessus gesagt habe, fehle ein gemeinsames Ziel. Dieser Mangel im Aufbau des EWS werde immer gravierender. Der von den Experten vorgeschlagene pragmatische Weg für die Koordinierung der Geldpolitik sei für die Lösung der derzeitigen Probleme ungenügend.

Herr Godeaux erklärt, der Bericht der Experten verdiene Komplimente und sei es auch wert, dass man daraus gewisse Schlussfolgerungen für das kurz- und mittelfristige Vorgehen ziehe. Es stellten sich vier Hauptprobleme. Erstens, eine gemeinsame Politik gegenüber dem Dollar, ihr Inhalt und ihre Mittel. Zweitens, eine gemeinsame Politik gegenüber dem Yen sowie ebenfalls Ziele und Mittel. Drittens, die Folgen des Prozesses der Liberalisierung des Kapitalverkehrs. Der Fortschritt auf diesem Weg sei ein echter Fortschritt im Hinblick auf die Schaffung eines integrierten Finanz- und Währungsraums in Europa, aber man sehe sich schwerwiegenden Fragen über die Bedingungen gegenüber, unter denen dieser Kapitalverkehr nicht destabilisierend, sondern im Gegenteil stabilisierend wirke. Auf

jeden Fall sei klar, dass die Fortschritte bei der Liberalisierung des Kapitalverkehrs einen Ausbau des EWS erforderten, wenn man das Dilemma zwischen Liberalisierung und Wechselkursstabilität vermeiden wolle. Viertens sei die Konvergenz der Situationen durchaus messbar, aber genüge sie? Dieses Problem sei insbesondere von den Herren Camdessus und Dini aufgeworfen worden, sowie auch, aus einer anderen Perspektive, von Herrn Schlesinger.

Herr Russo erwähnt, dass man die meisten von den Zentralbankpräsidenten soeben genannten wichtigen Fragen bei der Vorbereitung der Richtlinie über die vollständige Freigabe des Kapitalverkehrs behandeln werde. Der Unterschied zwischen der Konvergenz und der Koordinierung sei hervorgehoben worden; manchmal seien die beiden identisch, aber wenn man sich einer Situation annähere, in der die Konvergenz praktisch erreicht sei, z.B. bei der Inflation, werde die Koordinierung unbestimmter und schwieriger. Die vollständige Freigabe des Kapitalverkehrs werde wahrscheinlich diese Probleme noch verschärfen, und es müssten einige Koordinationsformen oder -regeln sowie auch gewisse gemeinsame Ziele definiert werden, sowohl für die Geldpolitik als auch für andere wirtschaftspolitische Bereiche.

Der Vorsitzende meint, was die Liquiditätsquoten betreffe, sei die im Bericht Nr. 29 vorgenommene Untersuchung sehr nützlich und zeige insbesondere, dass die Erfahrungen in den EG-Ländern unterschiedlich seien. Die Finanzinnovation, zusammen mit hohen Zinssätzen, habe zu erheblichen Schwankungen der Liquiditätsquoten und der weit definierten Geldmengenaggregate geführt. Diese Erscheinung sei in Grossbritannien ausgeprägter als in den anderen Ländern gewesen und gleiche den Erfahrungen der USA und Kanadas. Es wäre interessant zu beobachten, ob die vermehrte Integration der Volkswirtschaften und der internationalen Kapitalströme die Liquiditätsquote und ihre Instabilität beeinflussen wird. Im übrigen trete zur Zeit ein gewisser Widerspruch auf: Je restriktiver die Geldpolitik und je höher die Zinssätze, desto mehr trage man zur Entwicklung der weit definierten Geldmengenaggregate wie M3 bei. Werde dagegen die Geldpolitik nicht verschärft und werde die Entschlossenheit der Behörden von den Märkten angezweifelt, so schwinde das Vertrauen und nehme die Versuchung zu, diese Aktiva zu liquidieren, wodurch die Stabilität bedroht würde. Man müsse daher einen Balanceakt vollbringen und die Zinssätze hoch genug

halten, um die Haltung dieser Aktiva attraktiv zu machen, jedoch nicht so hoch, dass dadurch andere Ziele beeinträchtigt werden. Es könne auch zu einem Konflikt zwischen der Verwirklichung der monetären Ziele und der Beibehaltung fester oder relativ fester Wechselkurse kommen. Grossbritannien habe diese Probleme erfahren.

Herr Duisenberg bemerkt, dass man angesichts einer stärker als erwartet oder erwünscht expandierenden Geldmenge nichts tue und gar nachgiebig sei. Diese Erscheinung werde auch in den Vereinigten Staaten beobachtet, und die Vertreter der "Federal" hätten den Eindruck, sie hänge mit einer veränderten Umlaufgeschwindigkeit des Geldes zusammen, die wiederum mit der Finanzinnovation, also mit strukturellen Elementen, verbunden sei. Wenn dies wirklich der Fall sei, wäre eine gewisse Nachgiebigkeit akzeptabel, aber nichts sei gewiss, und die Frage sei äusserst heikel; es wäre daher nützlich, wenn sie von der Expertengruppe untersucht würde.

Herr Raymond erklärt, die Experten könnten versuchen, in einem kommenden Bericht die bei der Geldnachfragefunktion in den EG-Ländern eingetretenen Veränderungen etwas präziser darzulegen.

Herr Bockelmann weist darauf hin, dass die Dienste der BIZ parallel dazu Elemente der Entwicklung der Geldnachfragefunktion in den Vereinigten Staaten liefern könnten.

Der Vorsitzende schliesst die Diskussion

- mit der Erklärung, dass zusätzliche Ueberlegungen zu den Veränderungen der Geldnachfragefunktion in der Tat nützlich wären.
- Ferner ruft er in Erinnerung, dass das Mandat Herrn Raymonds als Vorsitzender der Expertengruppe Ende Dezember 1986 abläuft; er schlägt vor, es für drei Jahre zu erneuern.

Der Ausschuss ist damit einverstanden, dass Herr Raymond den Vorsitz der Expertengruppe für die kommenden drei Jahre beibehält.

IV. Verlängerung des Mechanismus der erneuerbaren Swaps im EWS

Der Vorsitzende ruft in Erinnerung, dass die Zentralbankpräsidenten vom Sekretariat eine Note erhalten haben, in welcher vorgeschlagen wird, den Mechanismus der erneuerbaren Swaps im EWS zu ähnlichen Bedingungen

wie bei den vorhergehenden Verlängerungen in den Jahren 1980, 1982 und 1984 zu verlängern; er fügt hinzu, dass die Stellvertreter die Beibehaltung der bisherigen Praxis auf diesem Gebiet empfehlen.

Der Vorsitzende stellt fest, dass die Zentralbankpräsidenten mit dem Grundsatz und dem Verfahren einverstanden sind, nämlich:

1. dass in das Protokoll dieser Sitzung folgender Text aufgenommen wird: "Um das Fortbestehen des Mechanismus der erneuerbaren Swaps im EWS über den 13. März 1987 hinaus zu gewährleisten, den Zeitpunkt, an dem laut Beschluss der Zentralbankpräsidenten vom 11. Dezember 1984 dieser Mechanismus endet, beschliessen die Zentralbankpräsidenten gemäss Artikel 20.1 des Abkommens vom 13. März 1979 zwischen den EWG-Zentralbanken über die Funktionsweise des EWS, in der durch die Akte vom 10. Juni 1985 abgeänderten Fassung:
 - dass die in Artikel 17.3 und 18bis.4 des genannten Abkommens erwähnten Swaps nicht am 13. März 1987 aufgelöst werden;
 - dass dieser Swapmechanismus für weitere zwei Jahre fortgesetzt wird, an deren Ende diese Swaps, sofern nicht einstimmig ein entgegengesetzter Beschluss gefasst wird, aufgelöst werden. Während dieses Zeitraums, also bis zum 13. März 1989, gelten für diesen Mechanismus die gleichen Bestimmungen des Abkommens vom 13. März 1979, jedoch unter dem Vorbehalt, dass die Zentralbankpräsidenten einstimmig beschliessen können, diesen Zeitraum zu verkürzen und den Mechanismus zu modifizieren, sollte der Uebergang zur institutionellen Phase des EWS vor dem 13. März 1989 stattfinden."
2. dass dem Präsidenten des Rates der Wirtschafts- und Finanzminister vom Ausschussvorsitzenden das Schreiben, dessen Wortlaut der Note des Sekretariats als Anlage beigefügt ist, zugestellt wird.

V. Vorsitz des Ausschusses

Der Vorsitzende ruft in Erinnerung, dass diese Frage traditions-
gemäss auf der Tagesordnung der Dezembersitzung steht. Normalerweise
bespricht sich der Vorsitzende mit seinen Kollegen und schlägt einen
Nachfolger für den Vorsitz im kommenden Jahr vor. Nach dieser Besprechung
waren die Notenbankpräsidenten mit dem Vorschlag einverstanden, dass Herr
Camdessus dieses Amt ab Anfang Januar übernehmen soll, aber Herr Camdessus
kann heute nicht sagen, ob er das Amt annimmt. Diese Unsicherheit könnte
demnächst behoben sein, und die Frage könnte daher an der Januarsitzung
wieder aufgenommen werden. Dann steht entweder Herr Camdessus zur Verfügung,
oder ein anderer Notenbankpräsident könnte nach erneuten Konsultierungen
vorgeschlagen werden.

Der Vorsitzende fügt hinzu, er sei, wie in seinem Brief an
seine Kollegen erwähnt, bereit, im Januar eine Art Interimsvorsitz zu
übernehmen.

Herr Camdessus dankt dem Vorsitzenden für den grossen Takt, mit
dem er das Problem dargelegt hat; er könne sich keine grössere Ehre
vorstellen, als den Vorsitz dieses Ausschusses zu übernehmen, aber eine
Art höhere Gewalt hindere ihn daran, sich heute zu entscheiden; er dankt
dem Vorsitzenden für dessen Bereitschaft, dem Ausschuss einen Monat
länger vorzusitzen.

VI. Weitere Fragen innerhalb der Zuständigkeit des Ausschusses

Der Vorsitzende nennt vier Fragen zu diesem Punkt der Tagesordnung.

1. Briefe des Ausschussvorsitzenden an die Präsidenten des
Rates und der Kommission der Europäischen Gemeinschaften
betreffend die Eigenmittelausstattung der Kreditinstitute

Der Vorsitzende ruft in Erinnerung, dass Kopien dieser beiden
Briefe verteilt worden sind. Der Brief an Herrn Delors entsprach einem
Versprechen, ihn über die Diskussion der Zentralbankpräsidenten zu infor-
mieren, die an der Novembersitzung stattfand. Der Brief an Schatzkanzler
Lawson bezweckte, den Präsidenten des Rates der Wirtschafts- und Finanzmi-
nister im Hinblick auf eine Debatte dieses Rates über die Richtlinie zur

Eigenmittelausstattung der Kreditinstitute direkt über den Standpunkt der Zentralbankpräsidenten zu informieren.

2. Gespräch des Ausschussvorsitzenden mit dem Präsidenten des ECU-Bankenverbands

Der Vorsitzende erklärt, Herr Rambure, der Präsident des ECU-Bankenverbands, habe ihn Anfang Dezember besucht und eine jährliche Begegnung zwischen dem Ausschussvorsitzenden und dem Verband angeregt. Trotz einiger unvermeidlicher Anfangsschwierigkeiten ist der Verband über die Versuchsperiode, die im Oktober 1986 begonnen hat, befriedigt und plant, den Kreis der Clearingbanken im März 1987 von sieben auf rund dreissig zu erweitern. Ziel des Verbands sei, dass bis zu jenem Zeitpunkt jedes der grossen EG-Länder mit drei oder vier Banken vertreten ist. Die Vertretung soll später auf alle EG-Länder ausgedehnt werden, aber die Zulassung neuer Mitglieder soll unter Berücksichtigung bankenaufsichtlicher Gesichtspunkte erfolgen. Im technischen Bereich diskutiert der Verband noch einige Fragen mit der BIZ, aber es ist klar, dass diese nie als "lender of the last resort" fungieren wird. Der Präsident des Verbands vertrat die Ansicht, dass mit den verschiedenen Zentralbanken der EG eine nicht schriftlich festgehaltene Uebereinkunft getroffen werden sollte, damit sie diese Rolle für ihre jeweilige Währung übernehmen. Es wurde nicht gesagt, ob der Verband beabsichtigt, sich an jede einzelne der betreffenden Zentralbanken zu wenden, aber dies wirft zweifellos recht weitreichende Fragen auf. Die Entwicklung der privaten ECU wurde ebenfalls erwähnt, und Herr Rambure erklärte, dass die Emission kurzfristiger ECU-Titel durch die Regierungen einen wichtigen Schritt für diese Entwicklung bedeuten würde; er bot auch an, die Auskünfte zu liefern, die der Ausschuss für seine Untersuchungen über die private ECU benötigen könnte.

Der Vorsitzende schliesst mit dem Vorschlag, dass zwischen dem Ausschuss und dem ECU-Bankenverband in Zukunft ein regelmässiger Kontakt aufrechterhalten wird.

Herr Loehnis präzisiert, dass die Bemerkung Herrn Rambures über den Beistand, den die Zentralbanken den Clearingbanken gewähren sollten, sich sicher auf Liquiditätsprobleme beziehe (die Notwendigkeit, den Währungskorb für die Honorierung einer ECU-Verbindlichkeit zusammenzubekommen) und nicht auf Insolvenzprobleme.

Herr Schlesinger erklärt sich durch die präzisierende Angabe von Herrn Loehnis beruhigt; Insolvenzprobleme seien nämlich in der Tat von den Banken selbst zu regeln.

3. Gespräch des Ausschussvorsitzenden mit dem Präsidenten der Norges Bank

Der Vorsitzende erklärt, er habe am Montag, dem 8. Dezember 1986, ein Gespräch mit Herrn Skånland geführt. Ein solches Gespräch findet seit 1984 einmal jährlich im Rahmen der Währungszusammenarbeit zwischen dem Ausschuss und der Norges Bank statt; eine kurze Note, die zu einem späteren Zeitpunkt verteilt wird, wird die von den Norwegern abgegebenen Informationen über die derzeitige Lage ihres Landes und die ergriffenen Massnahmen zusammenfassen.

4. Vorschlag einer Verordnung des Rates über die Ausübungsmodalitäten der der Kommission am 3. März 1986 erteilten Ausführungsbefugnisse

Der Vorsitzende weist darauf hin, dass dieser Verordnungsentwurf die Aufgaben des Beratenden Ausschusses für das Bankwesen berührt, und dass der Rat der Wirtschafts- und Finanzminister die Meinung der Zentralbankpräsidenten dazu hören möchte. Diese Meinungsäußerungen könnten auch den Aussenministern übermittelt werden, die für die Materie zuständig sind und dieses Thema an ihrer Sitzung vom 15./16. Dezember behandeln müssen.

Der Vorsitzende fügt hinzu, er habe dem Rat der Wirtschafts- und Finanzminister, der am 8. Dezember zusammengetreten ist, schon provisorisch die Bedenken jener Zentralbankpräsidenten, die er konsultieren konnte, hinsichtlich einer Aenderung der Statuten des Beratenden Ausschusses für das Bankwesen mitgeteilt.

Herr Loehnis erklärt, dass die Stellvertreter gestern eine improvisierte Diskussion über dieses Thema abhielten, da das Problem ja erst Anfang Dezember beim Beratenden Ausschuss für das Bankwesen klar zutage getreten ist. Die Stellvertreter und die Zentralbankpräsidenten haben jedoch das Glück, den Vorsitzenden des Beratenden Ausschusses, Herrn O'Grady Walshe in ihrer Mitte zu haben, der vielleicht einige ergänzende Angaben machen kann. Der Beratende Ausschuss ist 1977 geschaffen worden, um die Kommission bei der Anwendung des bestehenden Gemeinschafts-

rechts zu unterstützen und sie bei der Vorbereitung neuer Gesetzgebung über die Banken zu beraten. Ein Entwurf einer Verordnung des Rates über "Komitologie" (ein neuer Neologismus der Gemeinschaft) betrifft insbesondere die künftige Rolle des Beratenden Ausschusses; es scheint, dass dieser seine Befugnisse für die Ausführung neuer Rechtsvorschriften behalten soll, aber seine Zusammensetzung soll anders werden, und sein Vorsitzender wäre ein Vertreter der Kommission. Eine solche Aenderung hätte schwerwiegende Folgen. Wenn nämlich der Einfluss des Beratenden Ausschusses bei der Ausführung neuer Rechtsvorschriften eingeschränkt würde, wäre es nicht mehr möglich, allgemein formulierte Richtlinien über den Bankensektor anzunehmen. Die Vorbereitung solcher Richtlinien müsste mit viel Akribie und in allen Einzelheiten erfolgen, damit ganz bestimmt alle Möglichkeiten vorgesehen werden und kein allzu grosser Ermessensspielraum besteht. Daraus ergäben sich bedeutende Verzögerungen und im schlimmsten Fall könnte die Verwirklichung des einheitlichen Marktes in den vorgesehenen Fristen gefährdet werden. Da die Verordnung über die "Komitologie" in die Zuständigkeit des Rates der Aussenminister fällt, sah man es als nützlich an, einen Brief im Namen der Zentralbankpräsidenten an den Präsidenten des Rates zu senden, mit dem Ersuchen, die nötigen Vorkehrungen zu treffen, damit der Beratende Ausschuss für das Bankwesen wie bisher funktioniere, insbesondere was die Anwendung neuen Gemeinschaftsrechts angeht, das die Banken betrifft.

Herr O'Grady Walshe erklärt, die Erläuterungen von Herrn Loehnis seien sehr vollständig, und er habe nichts hinzuzufügen.

Herr Russo anerkennt ebenfalls, dass die Darlegung des Sachverhalts vollständig und genau ist. Gemäss dem Verordnungsentwurf, der dem Rat der Aussenminister vorgelegt worden ist, würde immer ein Vertreter der Kommission den Vorsitz der für die Ausführung neuen Gemeinschaftsrechts (wie in der Verordnung definiert) zuständigen Ausschüsse übernehmen. Die Kommission und das europäische Parlament legen grossen Wert auf die Einführung einheitlicher Verfahren für die Anwendung neuen Gemeinschaftsrechts, und es scheine daher schwierig, für den Beratenden Ausschuss für das Bankwesen eine Ausnahme zu machen, da man dadurch Gefahr laufe, einen Präzedenzfall zu schaffen.

Herr Russo fügt hinzu, er werde nicht verfehlen, den Standpunkt der Zentralbankpräsidenten den zuständigen Behörden der Kommission zu übermitteln.

Herr Duisenberg ist der Meinung, dass die durch die Bankenaufsicht und die rasche Entwicklung der Finanzinnovationen aufgeworfenen Probleme etwas Neues darstellen. Wenn es schon so gewesen wäre, als der Vertrag von Rom verfasst wurde, hätte man dem Beratenden Ausschuss für das Bankwesen einen ähnlichen Status wie dem Währungsausschuss gegeben. Die Entwicklung und die derzeitige Lage im Bankwesen seien derart, dass der Beratende Ausschuss einen besonderen Status und eine Sonderrolle verdiene, oder in anderen Worten eine Ausnahmeregelung gegenüber den gemachten Vorschlägen.

Herr Dini bezieht sich auf die Erklärung von Herrn Russo, dass die Kommission keine Ausnahme machen wolle, und unterstreicht, dass die europäische einheitliche Akte in ihrem Artikel 10, der den Artikel 45 des Vertrages von Rom ergänzt, Ausnahmen vorsieht. Die Verwirklichung eines einheitlichen Marktes im Bankenbereich könne nur auf gegenseitiges Vertrauen der für die Bankenaufsicht Verantwortlichen gegründet sein, und weder die Kommission noch eine supranationale Institution dürften über den Fachorganen der Bankenaufsicht stehen. Es sei daher wichtig, dass der Beratende Ausschuss in seiner jetzigen Form beibehalten werde, und die nötige Ausnahmeregelung sei durchaus möglich.

Herr Ó Cofaigh unterstützt energisch den von den Herren Duisenberg und Dini ausgedrückten Standpunkt und meint, dass im Interesse einer geordneten Entwicklung der Bankensysteme der Beratende Ausschuss sein Verfahren und seinen institutionellen Rahmen nicht ändern dürfe.

Herr Camdessus ist auch dieser Meinung und findet, gerade im Interesse der Ziele der Kommission, die auch diejenigen der Notenbankpräsidenten sind, nämlich so schnell als möglich einen gemeinsamen einheitlichen Markt des Kapitalverkehrs und homogenere Regelungen der Bankenaufsicht zu erreichen, sei es sehr wichtig, dass der Beratende Ausschuss seine eigenen Regeln und Gewohnheiten beibehalte und dass man ihn nicht allzu sehr in die von der Kommission gewünschte grundsätzliche Einheitlichkeit einzwänge.

Der Vorsitzende stellt fest, dass die übrigen Zentralbankpräsidenten die Meinung der Vorredner teilen und dass der Ausschuss damit einverstanden ist, einen Brief des Vorsitzenden, in dem der Standpunkt des Ausschusses dargelegt wird, an den Präsidenten des Rates der Aussenminister zu senden.

VII. Zeit und Ort der nächsten Sitzung

Die nächste Sitzung des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten findet am Dienstag, dem 13. Januar 1987, um 10 Uhr in Basel statt.

9. Dezember 1986

Vertraulich
Uebersetzung

KURZBERICHT UEBER DIE ENTWICKLUNG AUF DEN
DEVISENMAERKTEN DER LAENDER DER AN DER KONZERTATION
BETEILIGTEN ZENTRALBANKEN

November 1986

Der vorliegende Bericht gibt einen Ueberblick über die Entwicklung auf den Devisenmärkten der Länder der an der Konzertation beteiligten Zentralbanken* und über deren Interventionen im November und während der ersten Dezembertage 1986.

I. ENTWICKLUNG DER WECHSELKURSE

Im November wiesen die Devisenmärkte die folgenden Haupttendenzen auf:

- Kursabschwächung des US-Dollars vornehmlich aufgrund politischer Unsicherheiten und der Veröffentlichung von Daten, die Zweifel weckten, dass die Wiederbelebung der Wirtschaftstätigkeit in den USA von Dauer sein werde;
- vergleichsweise stabile Kursrelation zwischen dem japanischen Yen und dem US-Dollar im Anschluss an die Baker/Miyazawa-Vereinbarung;
- Spannungen im EWS, da die D-Mark zum Hauptnutznießer von Kapitalabflüssen aus dem Dollarsektor wurde.

Im November schlug die Stimmung gegenüber dem US-Dollar wieder in eine negative um. Die Veröffentlichung von Wirtschaftsdaten während

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

des Monats weckten Zweifel, dass die Belebung der Wirtschaftsaktivität in den USA von Dauer sein werde. Darüber hinaus schwächten den Dollar die denkbaren politischen Auswirkungen von Enthüllungen über Waffenverkäufe der USA an den Iran. Gegenüber den kontinentaleuropäischen Währungen verlor der Dollar über 4% an Wert, womit der gegen Ende Oktober verzeichneten Kursgewinne wieder zunichte wurde. Gegenüber den meisten anderen Währungen fiel der Kursrückgang des Dollars allerdings geringer aus, und die Kursrelation zum Yen erwies sich als vergleichsweise stabil, nachdem der Markt gewahr wurde, dass offizielle Bestrebungen bestehen könnten, den Dollar/Yen-Wechselkurs nach der Baker/Miyazawa-Vereinbarung zu stabilisieren.

Im EWS war die Situation während der ersten Monatshälfte allgemein stabil, und die relativen Positionen der Partnerwährungen blieben unverändert. In den letzten beiden Wochen des Monats führte hingegen die Stärke der D-Mark, die das Ergebnis eines schwächeren US-Dollars war, zu einigen Spannungen im System. Kennzeichnend für diese Situation waren Interventionen in Form von Devisenabgaben seitens einer Reihe von Partnerzentralbanken, die Vergrößerung des Abstandes zwischen der stärksten und der schwächsten Währung um fast 0,5 Prozentpunkte und die Vertiefung der Zinsunterschiede zwischen der D-Mark und den übrigen EWS-Währungen.

Die D-Mark verzeichnete gegenüber allen wichtigen Währungen Kursgewinne. Ausschlaggebend hierfür war ihre relativ starke Befestigung gegenüber dem US-Dollar, die im Vergleich der Monatsendstände 4,6% betrug. Im EWS baute sie die Position als stärkste Währung im engeren Kursverbund trotz namhafter intramarginaler DM-Verkäufe einzelner Partnerzentralbanken weiter aus. Im Verhältnis zu den frei floatenden Währungen wurde die D-Mark vor allem gegenüber dem japanischen Yen höher bewertet.

Der französische Franc profitierte in der ersten Novemberwoche von einer ihm günstigen Marktstimmung, kam jedoch im weiteren Monatsverlauf aufgrund der allgemeinen Stärke der D-Mark unter Druck. Dieser Druck war teilweise dem Abfluss von Kapital Gebietsfremder zuzuschreiben, wobei die Euromarktsätze für Francs, die sich den inländischen Sätzen vorübergehend sehr stark angenähert hatten, zum Monatsende etwas stiegen.

Der belgische Franc war während des Monats einigem Druck ausgesetzt, so dass die Banque Nationale de Belgique mit namhaften Devisenabgaben intervenierte. Die Zinssätze am inländischen Geldmarkt blieben jedoch relativ stabil.

Die Position des holländischen Guldens in der oberen Hälfte des EWS-Kursbandes veränderte sich im November praktisch nicht. Offenbar kam es - wegen des Fehlens eines Zinsgefälles gegenüber der D-Mark im langfristigen Bereich - zu einigen Umschichtungen aus holländischen in deutsche Anleihen. Da sich jedoch gleichzeitig die Differenz bei den Geldmarktzinsen vergrößerte, blieben Einflüsse auf den Wechselkurs aus.

Die dänische Krone verblieb in der Nähe des unteren Randes der EWS-Bandbreite.

Das irische Pfund erwies sich im November als relativ stabil und notierte weiterhin in der unteren Hälfte des EWS-Kursbandes. Die Befestigung des Pfund Sterling in der ersten Monatshälfte führte zu einem kommerziellen Angebot an Fremdwährung. Die Central Bank of Ireland intervenierte daraufhin per saldo mit Verkäufen der eigenen Währung.

Die italienische Lira zeigte im November eine stabile Haltung am oberen Rand des EWS-Kursbandes. Die Banca d'Italia war aktiv im Markt mit Interventionen in beiden Richtungen. Wegen der geringfügigen Abwertung der Lira gegenüber der D-Mark ergab sich per saldo ein geringfügiger Devisenabfluss.

Das Pfund Sterling festigte sich zunächst aufgrund anziehender Oelpreise, fiel dann jedoch besonders gegenüber den anderen europäischen Währungen wieder zurück, nachdem die Oelpreise nachgaben und Besorgnisse über die wirtschaftlichen Aussichten Grossbritanniens wiederauflebten. Gemessen am Index des gewogenen Aussenwerts, der einen Monatsendstand von 68,1 (1975 = 100) aufwies, verlor das Pfund Sterling über den gesamten Monat gesehen 0,4% an Wert.

Die spanische Peseta wertete sich im November gegenüber dem US-Dollar um 3,6% auf. Gegenüber den EG-Währungen schwächte sie sich hingegen im gewogenen Mittel um 0,4% ab.

Die griechische Drachme stieg gegenüber dem US-Dollar um 1,4%; sie sank um 2,6% im Kurs gegenüber der ECU und um 2% im gewogenen Mittel.

Der portugiesische Escudo schwächte sich gegenüber den europäischen Währungen ab, festigte sich hingegen gegenüber dem US-Dollar um 2,7%. Der gewogene Aussenwert des Escudo verringerte sich um 0,6%.

Der Schweizer Franken wies aufgrund spekulativer Transaktionen grössere Schwankungen gegenüber dem US-Dollar auf als die übrigen Währungen. Deshalb schwankten auch die rechnerischen Paritäten zu den EWS-Währungen. Der gewogene Aussenwert des Schweizer Frankens stieg im November um 1%.

Die schwedische Krone geriet im November unter Druck, so dass die Sveriges Riksbank mehrmals mit Dollarabgaben intervenierte. Die Schwäche der Krone war teilweise auf die Rückzahlung kurzfristig geborgter Fremdwährungen durch schwedische Unternehmen zurückzuführen, teilweise aber auch die Folge von Nebenwirkungen im Zusammenhang mit der schwächeren norwegischen Krone. Der Währungsindex stieg im Laufe des Monats von 131,4 auf 131,7.

Die Situation der norwegischen Krone am Devisenmarkt blieb instabil. Ursächlich waren die mit dem Staatshaushalt und dem Wirtschaftsprogramm für 1987 zusammenhängenden Unsicherheiten und das hohe Leistungsbilanzdefizit. Zeitweise erreichte die Krone den unteren Interventionspunkt des Korbindex, so dass die Norges Bank im Zeitraum mit hohen Devisenabgaben intervenieren musste. Im gewogenen Mittel verzeichnete die Krone Kurseinbussen von rund 2,5% und gegenüber der ECU und dem US-Dollar solche von 3,6 bzw. 0,3%.

Die Kursschwankungen des kanadischen Dollars gegenüber dem US-Dollar hielten sich in engen Grenzen; am Monatsende notierte die kanadische Währung gegenüber der US-Währung mit 0,7230 geringfügig fester. Eine Stütze für den kanadischen Dollar bildeten weiterhin das diesen begünstigende Zinsgefälle zwischen dem kanadischen und dem US-Geldmarkt und die starke Nachfrage des Auslands nach der kanadischen Währung.

Der japanische Yen befestigte sich im November gegenüber dem US-Dollar um 1,2%. Der Yen gab am Monatsanfang im Kielwasser der wirtschaftspolitischen Absprache zwischen den USA und Japan zunächst nach, erholte sich dann jedoch zur Monatsmitte aufgrund der schwächeren Tendenz des US-Dollars und unterschritt ganz kurzfristig das Kursniveau von 160 Yen/1 \$. Im weiteren Monatsverlauf gab der Yen dann jedoch wieder etwas nach, da die Marktteilnehmer Dollarstützungsinterventionen befürchteten und japanische Anleger in grossem Umfang Auslandsanleihen erwarben. Gegenüber den europäischen Währungen schwächte sich der Yen während des Monats weiter ab, wobei er gegenüber der ECU 2,8% an Wert einbüsste.

II. INTERVENTIONEN

A. Interventionen in US-Dollar

Im November beliefen sich die Dollarabgaben der Zentralbanken netto auf US-\$ 0,2 Mrd., verglichen mit Nettokäufen im Betrag von US-\$ 1,4 Mrd. im Oktober. Die Bruttokäufe betragen insgesamt US-\$ 2,1 Mrd. und die Bruttoverkäufe US-\$ 2,3 Mrd.

Netto gesehen die wichtigsten Käufer von Dollars waren die Banco de España und die Central Bank of Ireland, während netto die wichtigsten Verkäufer die Norges Bank und die Sveriges Riksbank waren.

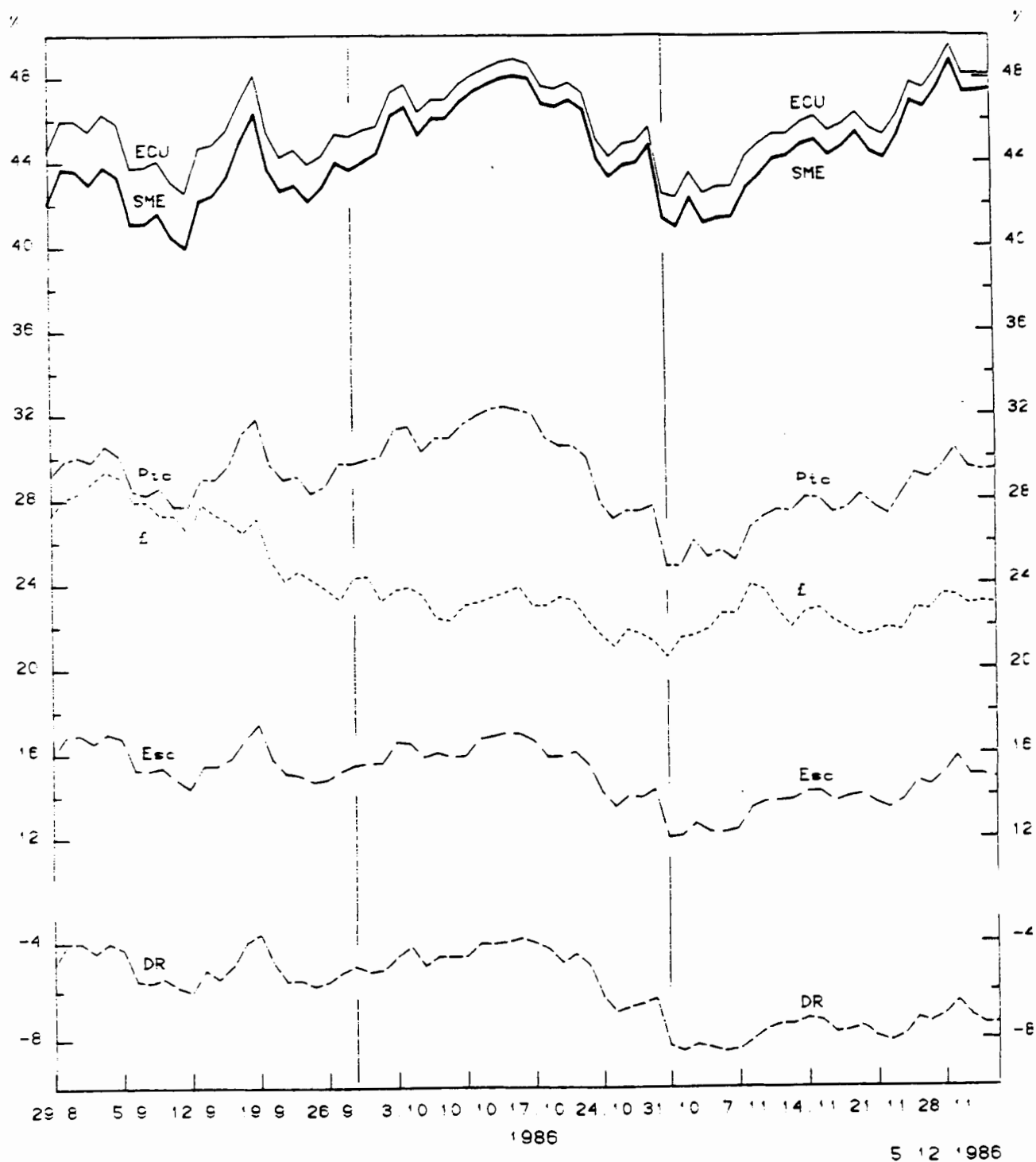
B. Interventionen in Gemeinschaftswährungen

Die Bruttointerventionen in Gemeinschaftswährungen beliefen sich im November umgerechnet auf US-\$ 3,0 Mrd.; sie setzten sich aus Käufen im Betrag von US-\$ 0,8 Mrd. und Verkäufen in Höhe von US-\$ 2,2 Mrd. zusammen. Im Oktober hatten die Bruttointerventionen einen Betrag von US-\$ 4,9 Mrd. erreicht. Die wichtigsten Interventionen waren Netto-DM-Abgaben von Seiten der Banque de France, der Banque Nationale de Belgique und der Banca d'Italia.

III. DIE ERSTEN DEZEMBERTAGE 1986

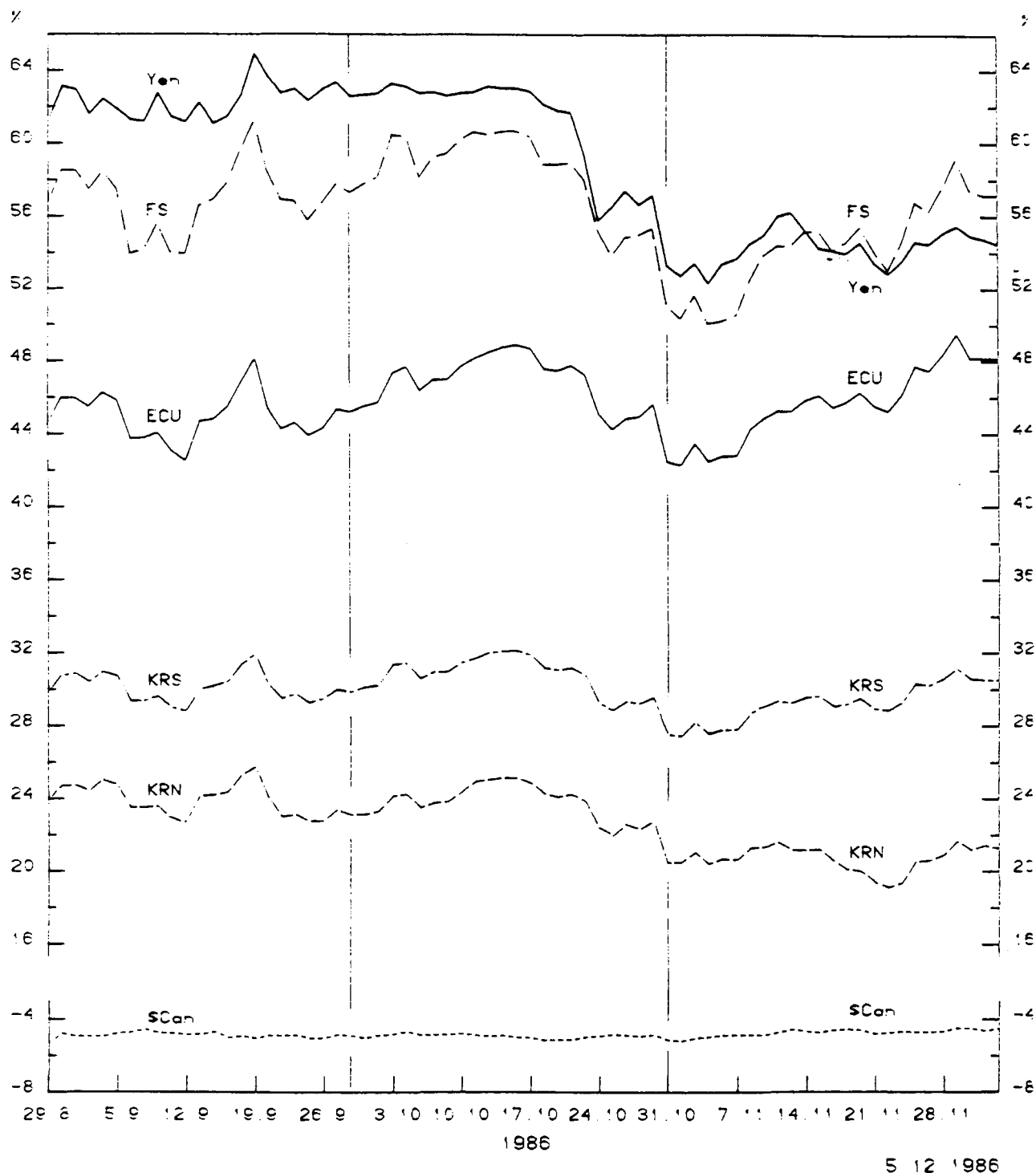
Der Kurs des US-Dollars schwankte auch während der ersten Dezembertage. Nachdem der Dollar neue Tiefstände erreicht hatte, erholte er sich besonders gegenüber den EWS-Währungen. Im EWS mussten mehrere Zentralbanken noch stärker als in der letzten Novemberwoche mit DM- und Dollarabgaben intervenieren.

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 1984 VIS-A-VIS DU \$EU *



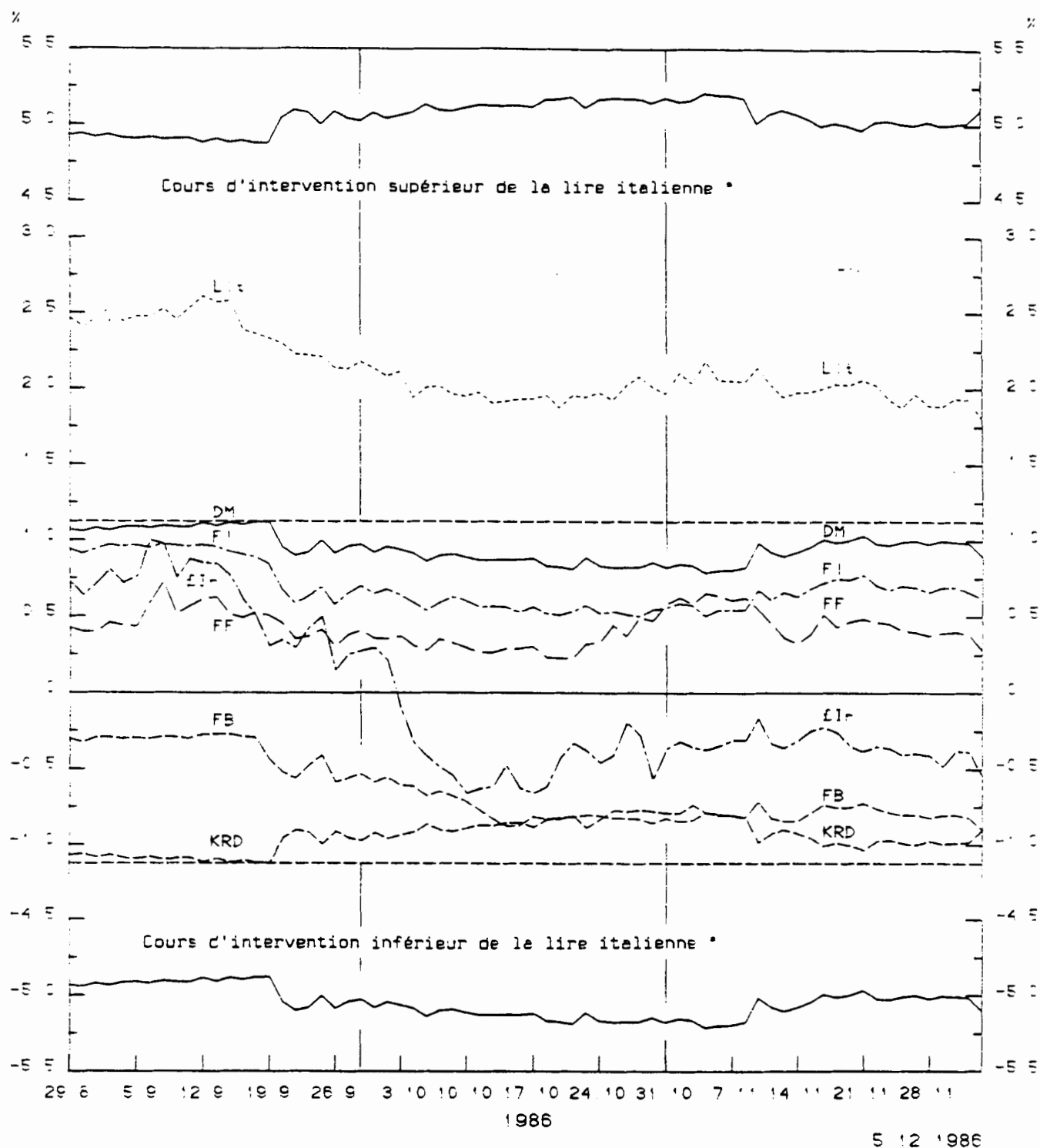
* Voir page suivante.

EVOLUTION DE L'ECU ET DES MONNAIES DES BANQUES CENTRALES HORS CEE
PARTICIPANT A LA CONCERTATION, SUR LA BASE DES COURS RELEVES LE
31 DECEMBRE 1984 VIS-A-VIS DU \$EU *



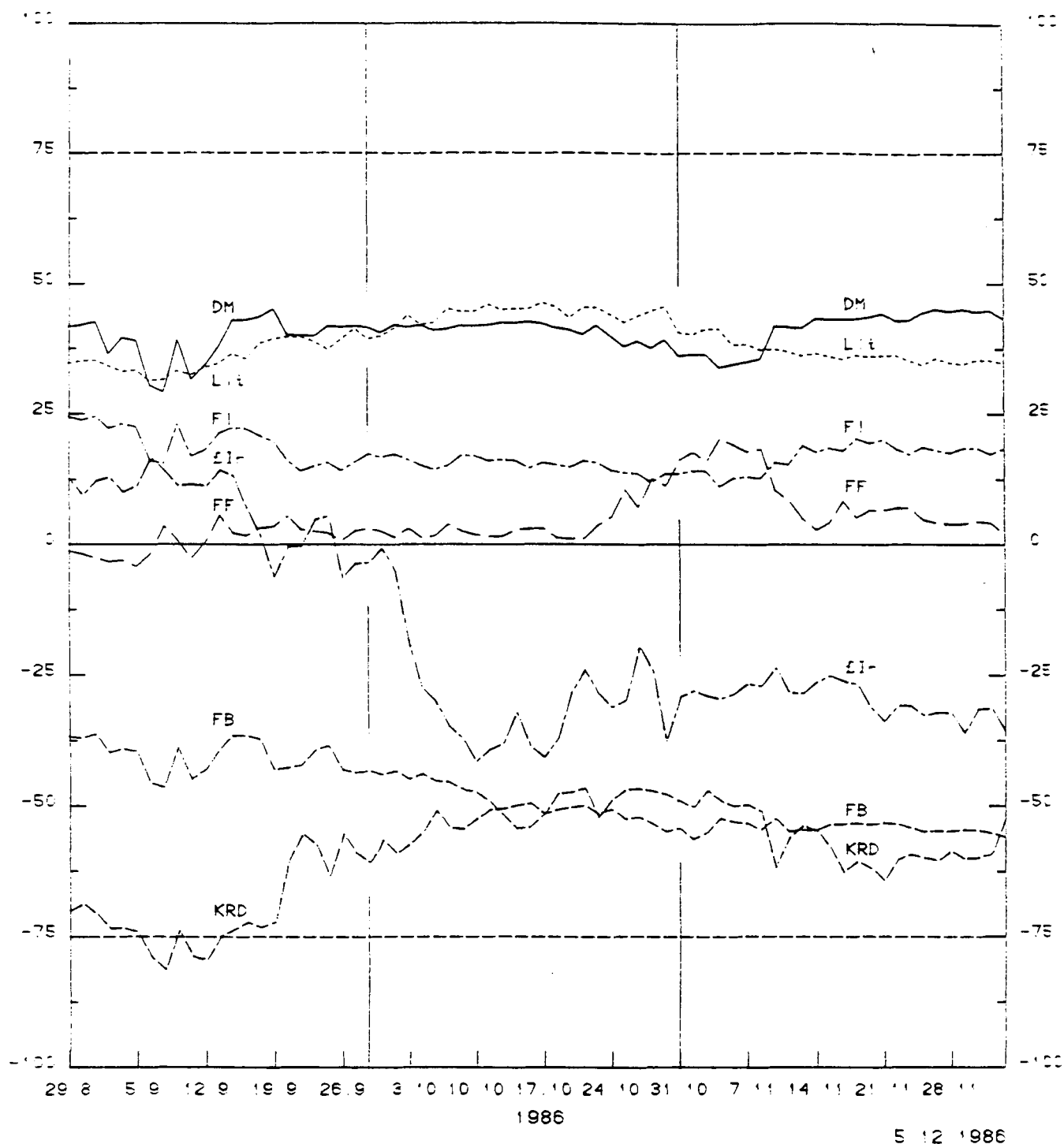
* ECU 0,708946; £ 0,8602; DR 128,4199; PTA 173,2995; ESC 169,7506;
\$Can 1,32; FS 2,593; Yen 251,1503; KRS 8,985; KRN 9,0875; cours
médian des monnaies participant au SME 0,71678. Le cours médian
des monnaies participant au SME représente la moyenne journalière
des cours des deux monnaies à marge de fluctuation de 2,25%,
exprimés en dollars EU, 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



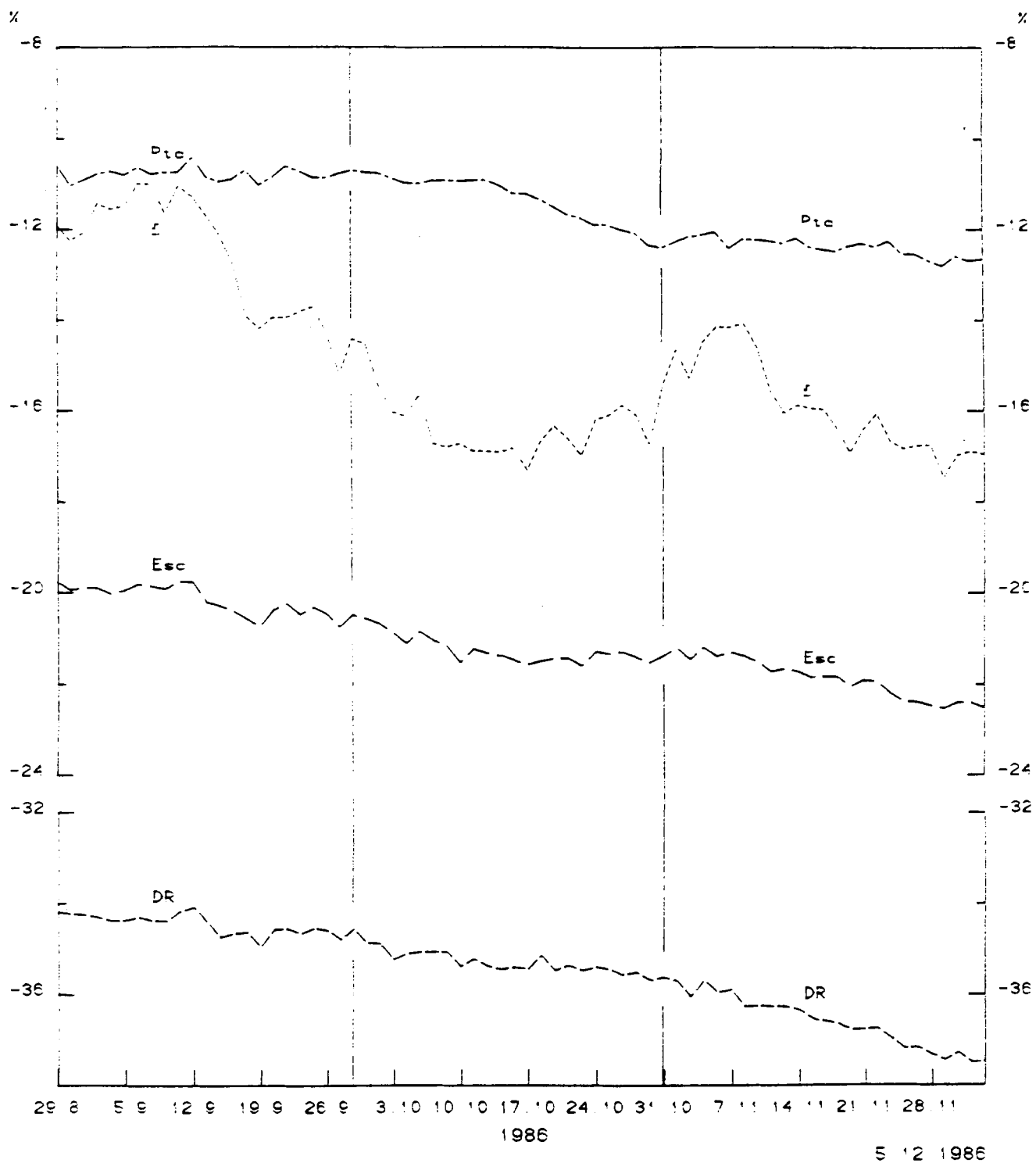
* Les cours d'interventions supérieur et inférieur de la lire italienne représentent l'écart maximal théorique par rapport à la monnaie la plus faible respectivement la plus forte dans la bande de fluctuation étroite de $\pm 2,25\%$.

EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE *



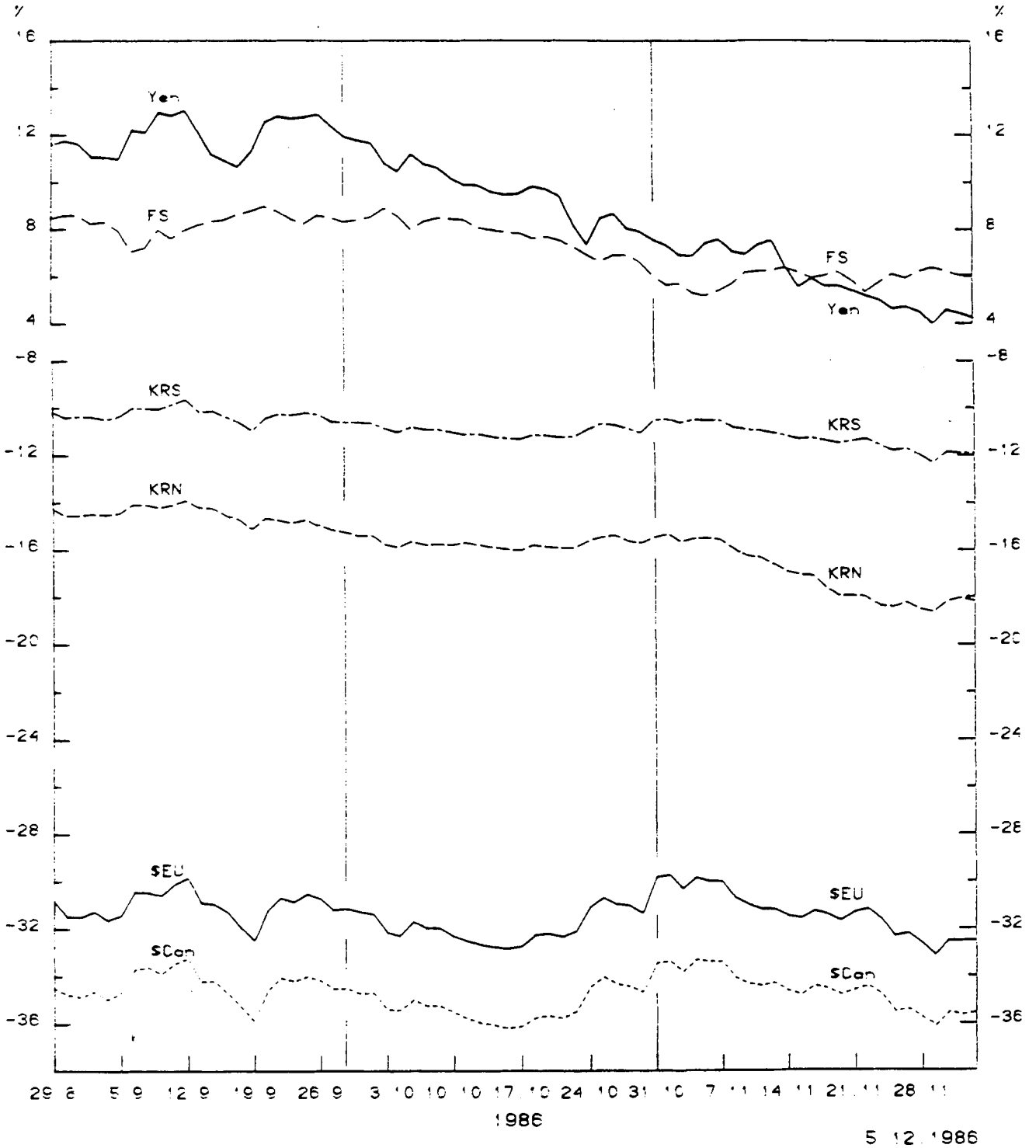
* L'indicateur de divergence a pour but de mesurer, sur une base comparable pour toutes les monnaies participant au mécanisme de change européen, la position d'une monnaie vis-à-vis de son cours-pivot ECU. L'écart maximal de divergence est le pourcentage maximal par lequel le cours de marché de l'ECU 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 et de la livre sterling 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 RAPPORT A L'ECU SUR LA BASE DES COURS DU MARCHÉ RELEVÉS
LE 31 DECEMBRE 1984 *



* £ 0,609846; DR 91,0428; PTA 122,86; ESC 120,344.

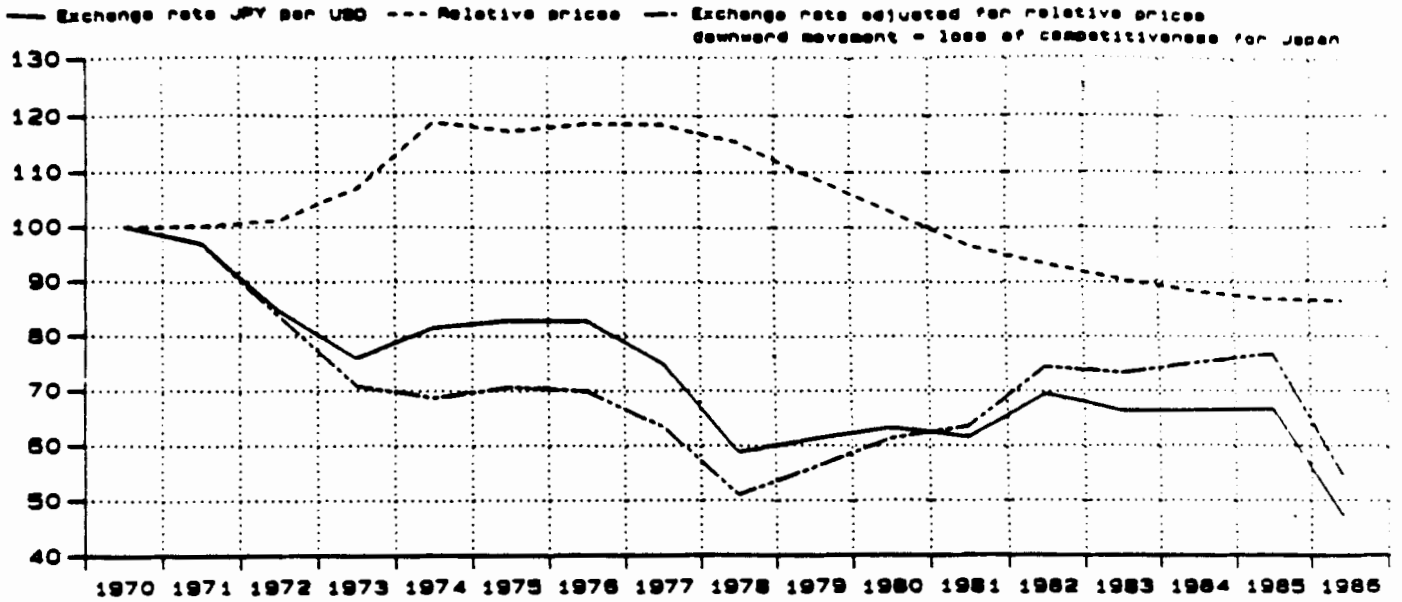
EVOLUTION DES MONNAIES DES BANQUES CENTRALES HORS CEE PARTICIPANT
 A LA CONCERTATION PAR RAPPORT A L'ECU SUR LA BASE DES COURS DU
 MARCHE RELEVES LE 31 DECEMBRE 1984 *



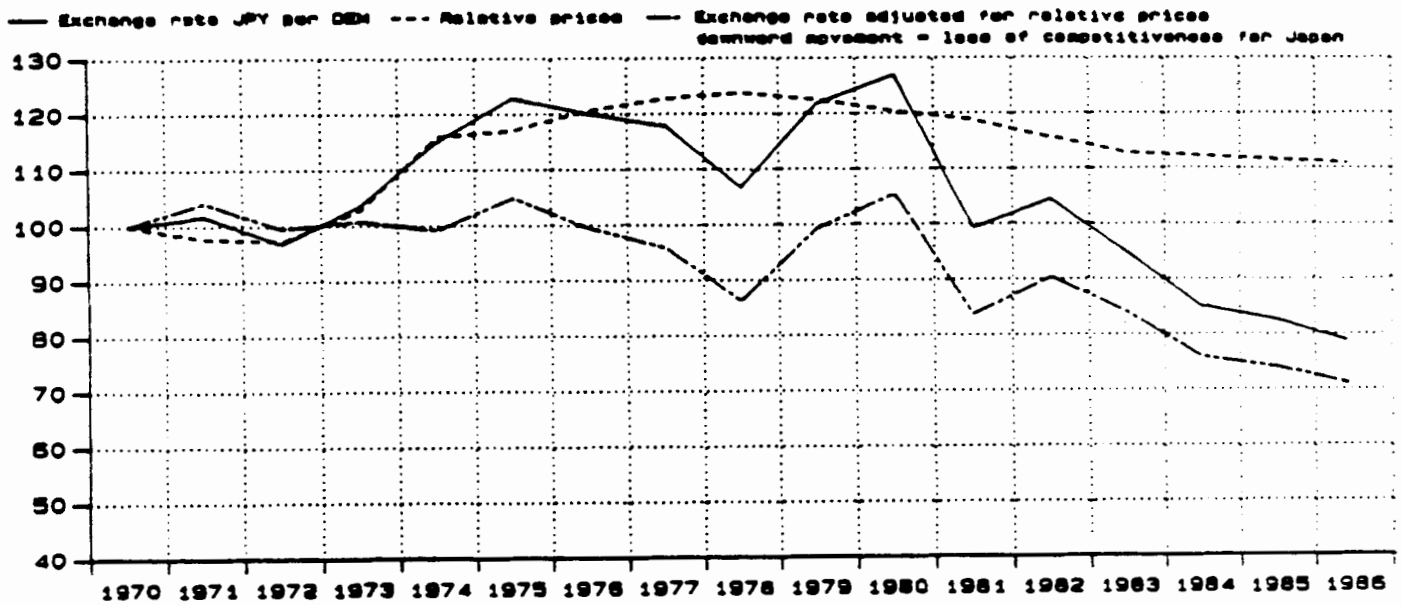
* \$EU 0,708946; \$Can 0,935808; FS 1,8383; Yen 178,052; KRS 6,36988;
 KRN 6,44254.

Anlage

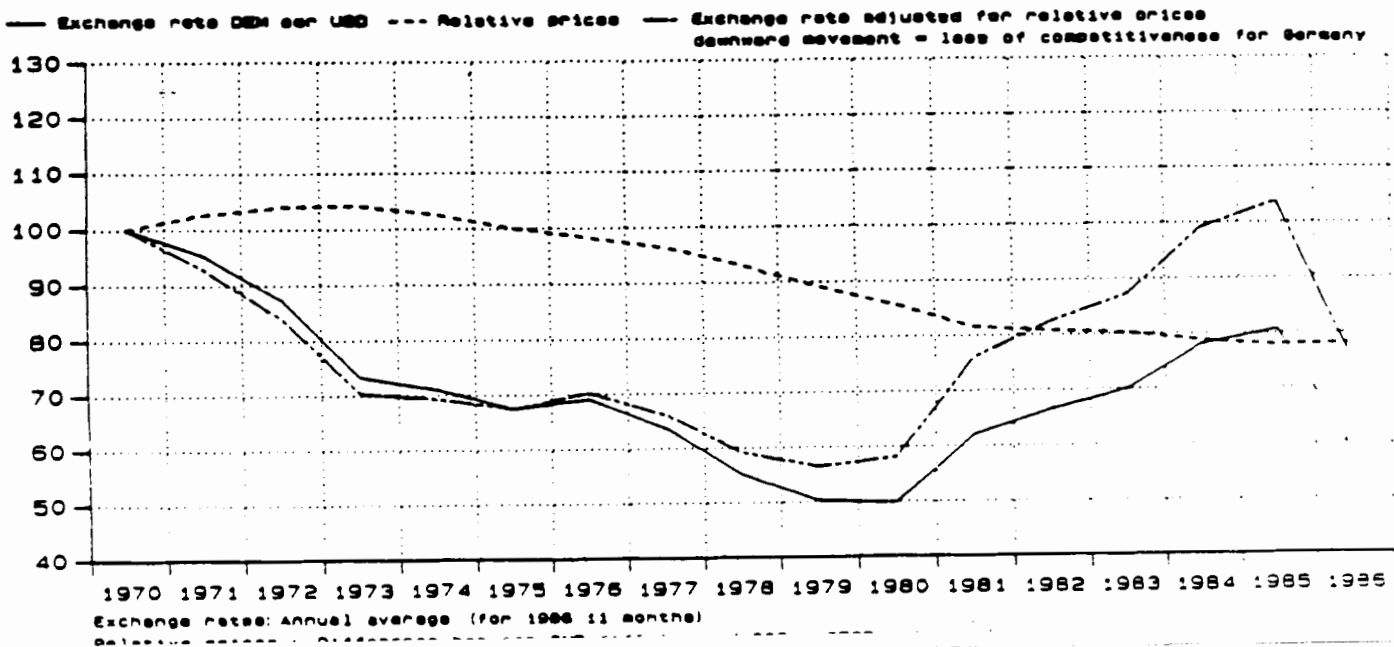
USA-JAPAN



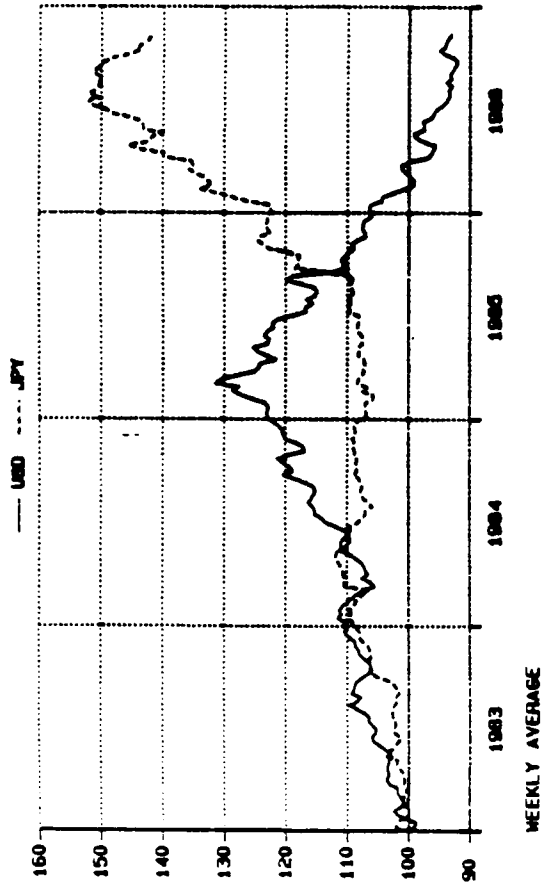
GERMANY-JAPAN



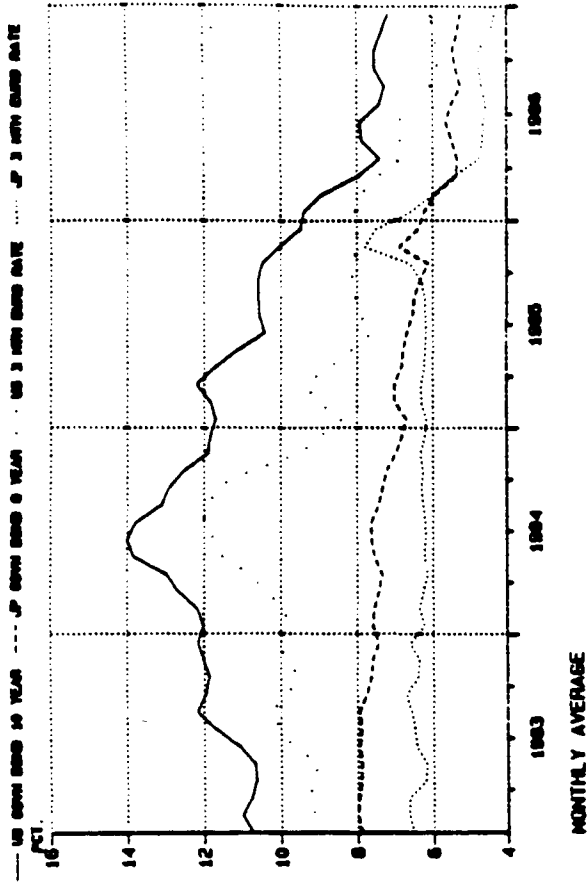
USA-GERMANY



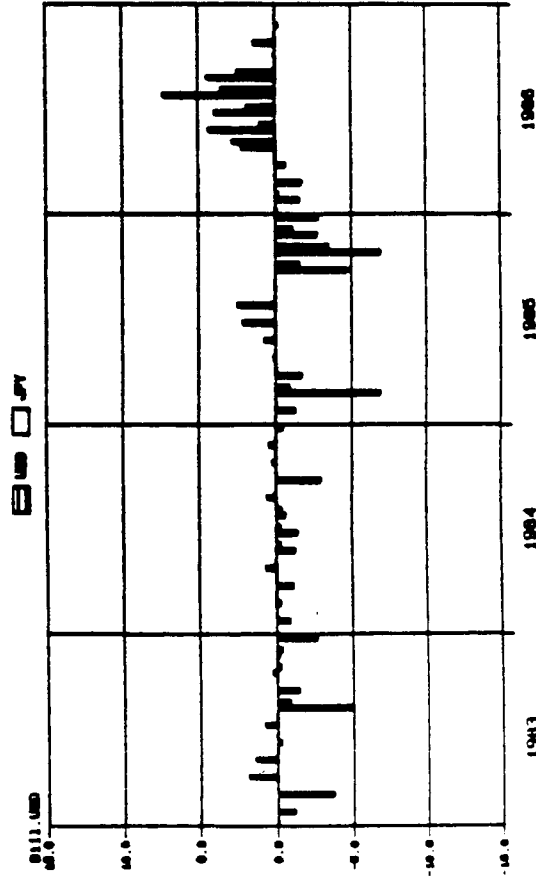
EFFECTIVE EXCHANGE RATE (MEPM)



INTEREST RATES

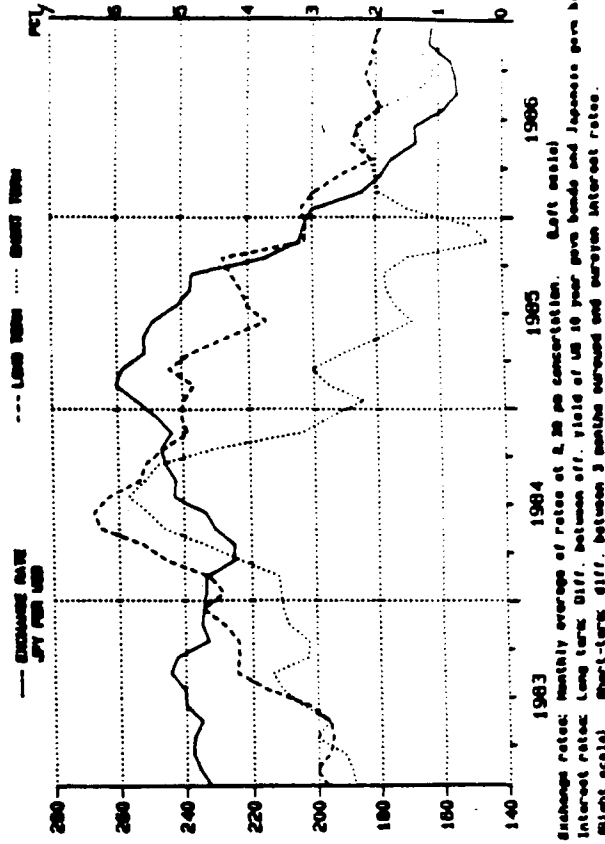


Intervention in US-Dollars and Japanese Yen

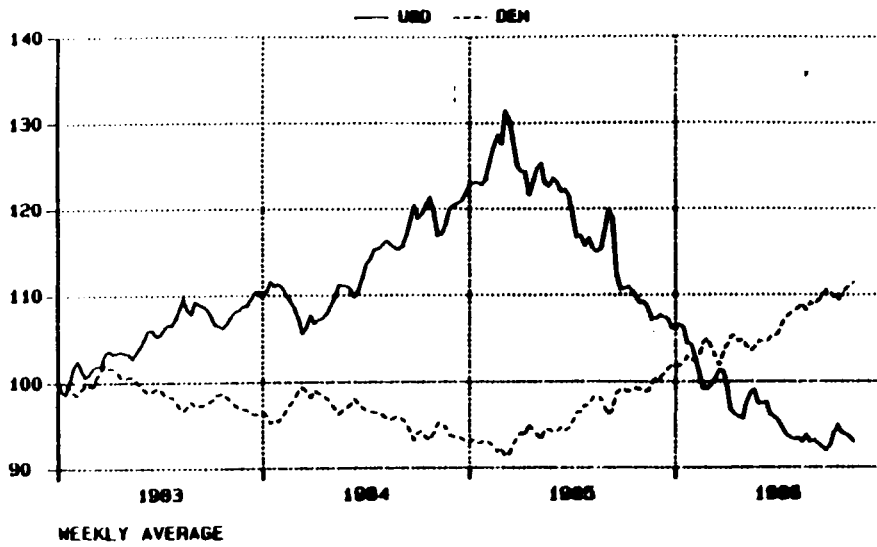


Purchases of JPY against other currencies and sales of JPY against other currencies and purchases of USD against other currencies and sales of USD against other currencies.

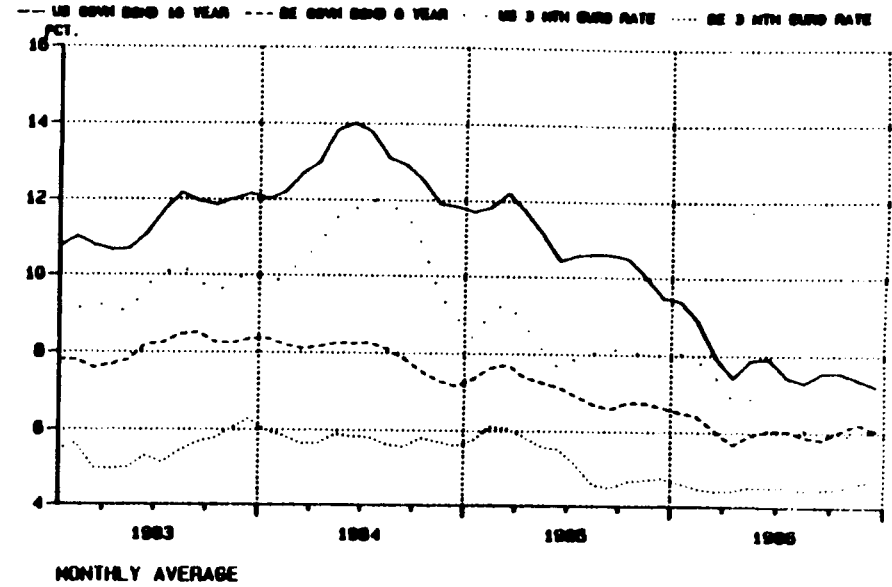
USD/JPY EXCHANGE RATES AND INTEREST RATES DIFFERENCE



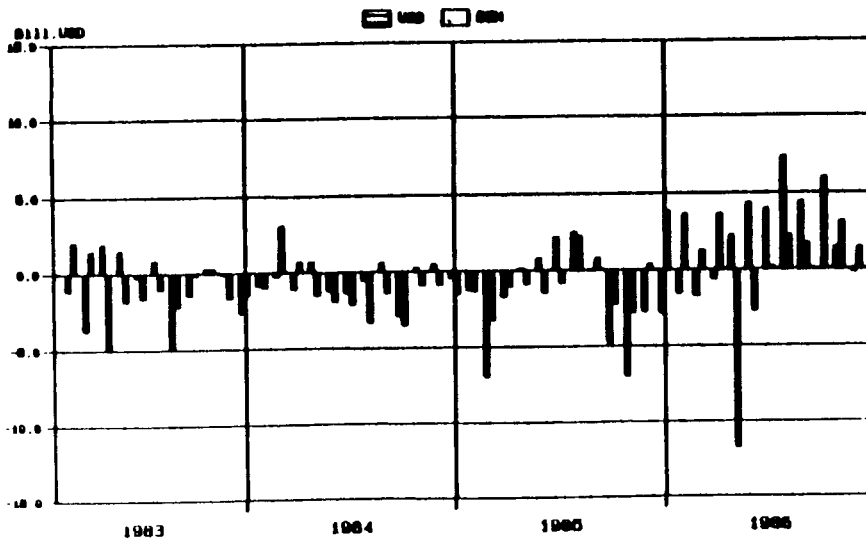
EFFECTIVE EXCHANGE RATE
(MEERM)



INTEREST RATES

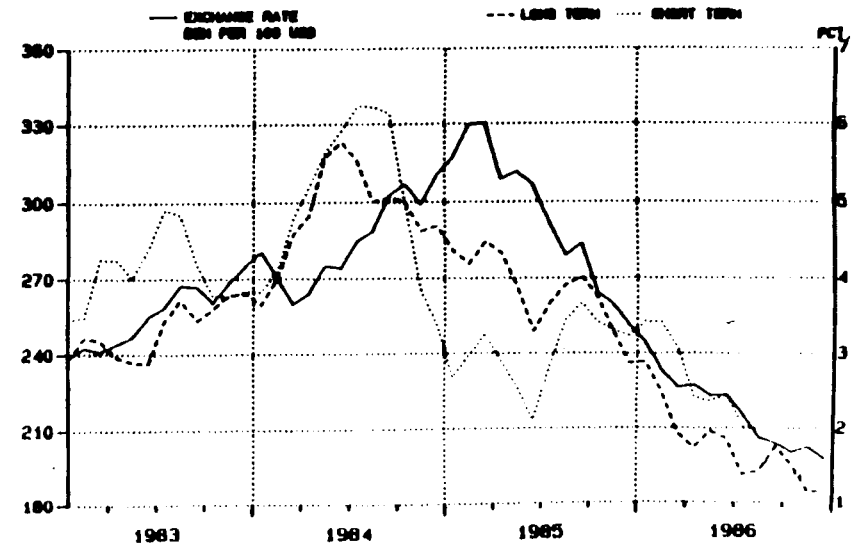


Intervention in
US-Dollar and German Mark



- Purchases of USD against other currencies and sales of USD against other currencies.
+ Sales of DEM against other currencies and purchases of DEM against other currencies.

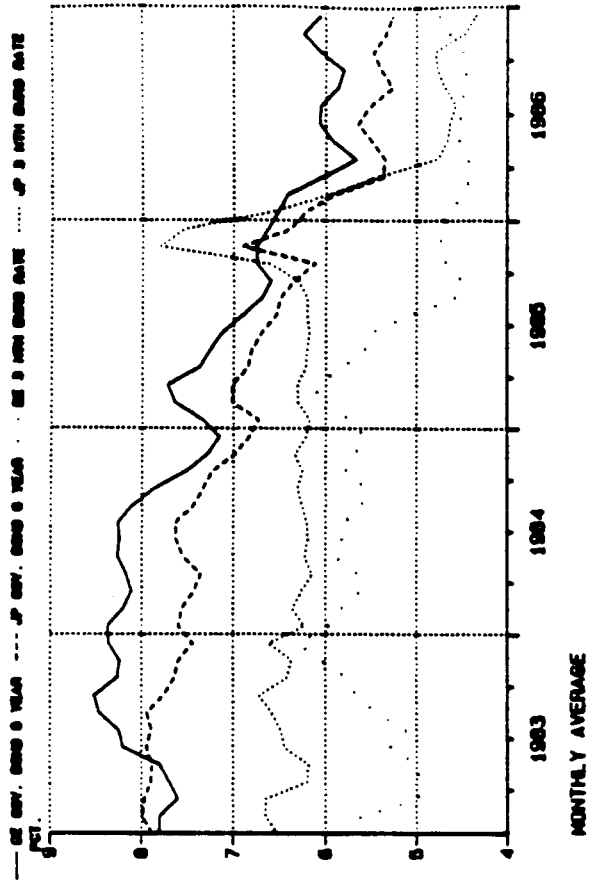
USD/DEM EXCHANGE RATES AND INTEREST RATES DIFFERENCE



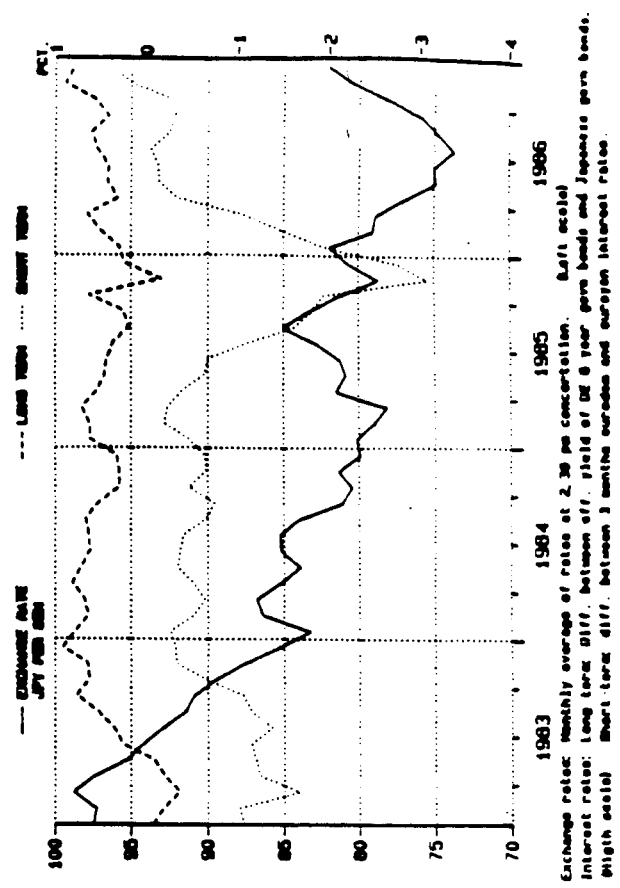
Exchange rates: Monthly average of rates at 2.30 pm co-ordinated. (Left scale)
Interest rates: Long term: Diff. between off. yield of US 10 year gov. bonds and German gov. bonds (Right scale)
Short-term: Diff. between 3 months period and eurozone interest rates.

(2)

INTEREST RATES

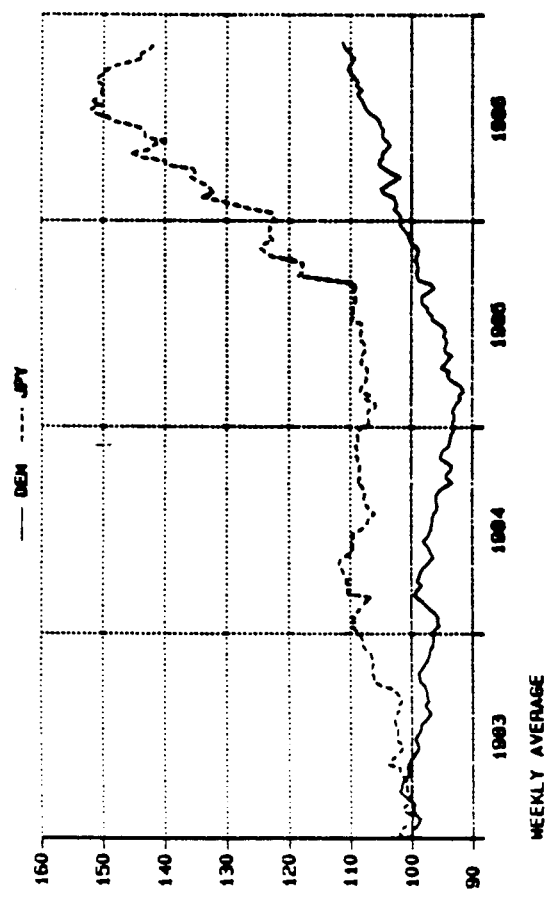


DEM/JPY EXCHANGE RATES AND INTEREST RATES DIFFERENCE

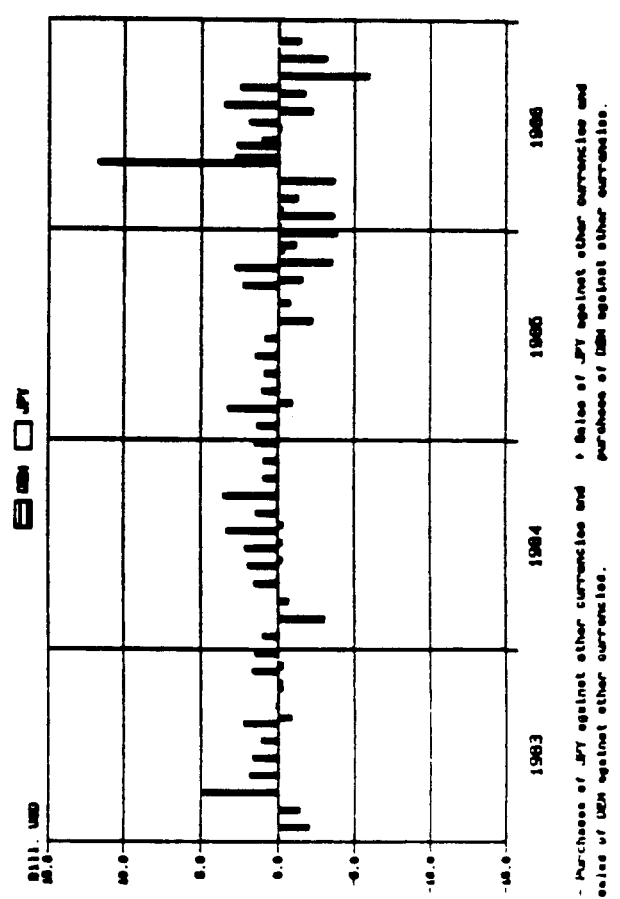


Exchange rates: Monthly average of rates at 2.30 pm concentration.
Interest rates: Long term: Diff. between 6% yield of DE 6 year gov. bonds and Japanese gov. bonds.
High yield: Short term: Diff. between 3 month euribor and euribor interest rates.

EFFECTIVE EXCHANGE RATE (MEER)



Intervention in German Mark and Japanese Yen



- Purchase of JPY against other currencies and sale of DM against other currencies.
+ Sale of JPY against other currencies and purchase of DM against other currencies.