

PROTOKOLL*

DER 211. SITZUNG DES AUSSCHUSSES DER PRAESIDENTEN
DER ZENTRALBANKEN DER MITGLIEDSTAATEN
DER EUROPÄISCHEN WIRTSCHAFTSGEMEINSCHAFT
BASEL, DIENSTAG, 13. JANUAR 1987, 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 Präsident der Deutschen Bundesbank, Herr Pöhl begleitet von den Herren Gleske und Rieke; der Vizegouverneur der Bank von Griechenland, Herr Papageorgiou, begleitet von den Herren Papademos und Zarifopoulos; der Gouverneur der Banco de España, Herr Rubio, begleitet von den Herren Sánchez-Pedreño und Durán; der Gouverneur der Banque de France, Herr Camdessus, begleitet von den Herren Waitzenegger und Capanera; 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 Boot; der Gouverneur der Banco de Portugal, Herr Tavares Moreira, begleitet von Herrn Pego Marques; der Generaldirektor für Wirtschaft und Finanzen der Kommission der Europäischen Gemeinschaften, Herr Russo; der Sekretär des Währungsausschusses, Herr Kees; der Generaldirektor des Luxemburgischen Währungsinstituts, Herr Jaans. Zugegen ist ferner Herr Dalgaard, Vorsitzender der Experten-Gruppe. 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 210. Sitzung

Wegen der verspäteten Zustellung des Protokollentwurfs der 210. Sitzung wird dessen Billigung auf die Sitzung im Februar 1987 vertagt.

II. Gedankenaustausch über das Funktionieren der innergemeinschaftlichen Konzertation und die währungspolitische Entwicklung in den EG-Ländern:

- Vorlage des Berichts über die Entwicklung auf den Devisenmärkten der an der Konzertation beteiligten Länder im Dezember 1986 und während der ersten Januartage 1987 durch Herrn Dalgaard;
- Verabschiedung des Ausschussberichts an die Finanzminister der EG-Länder;
- Monatsstatistiken.

A. Referat von Herrn Dalgaard

Herr Dalgaard erklärt, er wolle sich auf einige Ausführungen zum jüngsten Geschehen im EWS beschränken - Ausführungen, die sich weitestgehend auf den Gedankenaustausch stützten, den die Experten der Zentralbanken der Gemeinschaft gesondert am Montagnachmittag geführt haben.

In der Zeit von Anfang Dezember 1986 bis 9. Januar 1987, also unmittelbar vor der Neuordnung der Leitkurse, wurden mehrere EWS-Währungen durch ein sehr hohes Interventionsvolumen gestützt, das sich im Falle des französischen Franc auf US-\$ 10 Mrd., im Falle der dänischen Krone auf US-\$ 3 Mrd., im Falle der italienischen Lire auf US-\$ 2,5 Mrd., im Falle des belgischen Franc auf US-\$ 2 Mrd. und im Falle des irischen Pfundes und des holländischen Guldens auf jeweils rund US-\$ 0,5 Mrd. belief. Diese Interventionen wurden nahezu gänzlich in D-Mark getätigt, von der umgerechnet US-\$ 19 Mrd. an den Markt abgegeben wurden.

In sämtlichen Ländern mit schwacher Währung trat eine Zinsversteifung ein, wobei jedoch die kurzfristigen Zinsen weniger stark als erwartet anstiegen. Es ergab sich eine überraschende Lage. Die Konvergenz war zuvor noch nie so gut gewesen, und die letzte allgemeine Leitkursan-

passung lag noch nicht allzulange zurück. In Frankreich etwa liegt die Wirtschaft gut im Ruder, die Leistungsbilanz weist einen Ueberschuss auf, und die Inflation ist niedrig.

Es wurden mehrere Gründe für die Spannungen genannt, einige allgemeiner Natur, und andere typisch für dieses oder jenes Land. Als ein Grund allgemeiner Natur galt der kontinuierliche Kursrückgang des US-Dollars, der eine Befestigung der D-Mark zur Folge hatte; dieser Kursrückgang halte jedoch nun bereits seit zwei Jahren an und habe bisher noch nie derart heftige Spannungen ausgelöst. Eine weitere allgemeine Ursache sei der Anstieg der deutschen Zinssätze im November und Dezember gewesen; diese saisonbedingte Entwicklung sei stärker als gewöhnlich gewesen und habe der Weigerung der Bundesbank, ihre Zinssätze zu senken, noch mehr Aufsehen verschafft. Zu den Gründen, die als länderspezifisch angesehen werden können, zählen in Frankreich die soziale Unruhe, die Streiks im öffentlichen Sektor sowie die neuen Massnahmen zur Liberalisierung des Kapitalverkehrs und in Dänemark das andauernde grosse Defizit in der Leistungsbilanz, das den Markt sehr skeptisch stimmt.

Angesichts dieser Sachlage wurde die Frage gestellt, ob die Krise hätte verhindert werden können, und es wurden hierzu einige Gedanken vorgetragen. Beispielsweise hätte man im Rahmen der Gemeinschaft koordinierte Interventionen organisieren können, um einen so tiefen Dollarsturz zu verhindern. Die Japaner hätten es versucht, aber mit vergleichsweise geringem Erfolg. Andererseits bestanden unterschiedliche Meinungen hinsichtlich der Wirksamkeit von Interventionen gegenüber Dollarbewegungen, wobei vor allem zu bedenken gegeben wurde, dass die Interventionen auf der Käuferseite in der stärksten Währung hätten erfolgen müssen, also praktisch allein durch ein Land, nämlich Deutschland. Ein anderer Gedanke war, dass die EWS-Zentralbanken Interventionen innerhalb der Bandbreiten statt Pflichtinterventionen an den Interventionspunkten hätten organisieren können; mehrere Zentralbanken sind in der Tat der Meinung, dass bei intramarginalen Interventionen im allgemeinen weniger Devisen aufgewendet werden müssen und dass koordinierte Interventionen stets wirksamer sind als individuell vorgenommene.

Bei der technischen Durchführung der Interventionen ist ein Unterschied von Interesse. Die Banque Nationale de Belgique hat weiterhin innerhalb der Bandbreite interveniert und einen nahezu stabilen Kurs

gegenüber der D-Mark gehalten. In Belgien kennt der Markt nicht das Volumen der Interventionen, denn diese werden fast ausschliesslich durch die laufenden Staatsanleihen finanziert und tauchen nicht im Ausweis der Nationalbank auf. Der Wechselkurs ist somit der einzige Indikator, und wenn man ihn stabil hält, kann man vielleicht die Spannungen niedrig halten. In drei anderen Ländern, Frankreich, Dänemark und Irland, hat man den Kurs bis zum Interventionspunkt sinken lassen und die Zinssätze angehoben. Die Banca d'Italia hat den Kurs ihrer Währung ebenfalls absinken lassen, doch blieb die italienische Währung innerhalb der grösseren Schwankungsbreite.

Die Anpassung der Leitkurse ist so gering gewesen, dass der Kurs der D-Mark gegenüber den anderen EWS-Währungen nach dem 12. Januar in etwa unverändert und manchmal sogar unterhalb des vor dem Realignment bestehenden Niveaus lag. Dadurch haben Spekulanten, die kurz vor der Neufestsetzung der Leitkurse aus den schwachen Währungen herausgegangen waren, in der Regel Verluste erlitten. Allerdings stellte sich die Lage je nach Währung unterschiedlich dar. So konnten bei der Lira selbst noch Anfang Januar Wechselkursgewinne erzielt werden. Bei anderen Währungen waren nur dann Gewinne zu machen, wenn die Transaktion vor Weihnachten erfolgte, und auch nur deshalb, weil die Finanzierungskosten wegen des verhältnismässig geringen Zinsanstiegs und des sehr kurzen Zeitraums ziemlich niedrig waren.

Die Experten waren der Auffassung, dass das im Vergleich zu früheren Krisen sehr viel höhere Interventionsvolumen damit zu erklären ist, dass Banken, Unternehmen und Private alle bestehenden technischen Möglichkeiten weitestgehend nutzten, um Gelder rasch und zu niedrigen Kosten zu transferieren. Es scheint klar zu sein, dass selbst die Erwartung geringer Gewinne Anlass für das Bewegen sehr hoher Beträge sein kann. Dies traf vor allem auf Dänemark zu, wo in drei Wochen US-\$ 3 1/4 Mrd. an Reserven abflossen, was bei Berücksichtigung des jeweiligen Sozialprodukts in Frankreich etwa US-\$ 30 Mrd. wären. Offenbar waren beim letzten Realignment die Kosten im Rahmen der Kosten-Nutzen-Analyse nicht hoch genug, um für die Zukunft abschreckend zu wirken. Als letztes ist zu bemerken, dass am 12. Januar, also dem ersten Tag nach der Leitkursanpassung, mit Ausnahme von Italien und in geringerem Ausmass Irland keine Kapitalrückflüsse beobachtet werden konnten.

B. Diskussion des Ausschusses

Herr Loehnis erklärt, die Stellvertreter, denen das auf der Sitzung der Experten vom Montagnachmittag beruhende Referat von Herrn Dalgaard nicht zur Verfügung stand, hätten keine besonderen Bemerkungen zum Konzertationsbericht für Dezember.

Herr Godeaux möchte das Referat von Herrn Dalgaard betreffend die Interventionstechniken der Banque Nationale de Belgique etwas nuancieren. Zunächst einmal lasse die Erfahrung Belgiens und die der anderen Zentralbanken darauf schliessen, dass die intramarginalen Interventionen eine Verminderung der gesamten Interventionen ermöglichten, die nötig wären, wenn der Kurs der Währung auf den unteren Interventionspunkt sänke. Andererseits sei kein starrer Kurs Belgischer Franc/D-Mark verteidigt worden; in Wirklichkeit sei der Franc flexibel innerhalb einer Spanne zwischen 1,5 und 2% gestützt worden.

Herr Ciampi präzisiert, zu Beginn der Woche vor dem Realignment habe sich die Lira mehr oder weniger auf ihrem Mittelkurs bewegt. Als die Spekulation stärker wurde, habe man den Kurs laufen lassen, ohne dass dieser jedoch den Rand des schmalen Bandes erreicht habe (die höchste Abweichung habe 1,2% betragen) und ohne dass am Freitag irgendwelche Interventionen getätigt worden seien. Am Montag, dem 12. Januar, habe die Lira gegenüber der D-Mark verglichen mit Freitag, dem 9. Januar, leicht an Wert gewonnen.

Herr Camdessus hat zwei Bemerkungen zur jüngsten Erfahrung in Frankreich. Er unterstreicht erstens die bedeutende Rolle, die die nunmehr beinahe vollständige Liberalisierung des Kapitalverkehrs bei dem gewaltigen Ausmass der Kapitalabflüsse gespielt hat. Die Banque de France schätze, dass infolge der Abschaffung der Devisenkontrolle die bisherigen Interventionen mit drei multipliziert werden müssten. Man dürfe sich daher zwar über die Abschaffung der Devisenkontrollen freuen, müsse aber wissen, dass man, wenn man interveniere, dies mit beträchtlichen Beträgen tun müsse.

Der Einsatz der Zinssätze in der Verteidigungsstrategie am Schluss der Krise erfordere einige Kommentare. Einigen Ländern sei nämlich vorgeworfen worden, die Zinssätze seien in den letzten Tagen der Krise nicht genügend angehoben worden. In Frankreich seien sie angehoben worden

und hätten am 12. Januar im kurzfristigen Bereich 10% betragen, aber man dürfe nicht übersehen, dass die Annahme absurd wäre, man könne der Spekulation einige Tage vor einer praktisch offenkundigen Leitkursanpassung Einhalt gebieten, selbst wenn die Sätze auf 150% angehoben würden. Die Wirkung der Zinswaffe finde daher ihre Grenzen, wenn eine sehr starke Krise eintrete. Nichtsdestoweniger müssten gewisse Funktionsmechanismen des EWS wahrscheinlich überprüft werden, wie dies die Minister von den Zentralbankpräsidenten verlangt hätten.

Herr Hoffmeyer hält es für wichtig, den Charakter der Kapitalbewegungen während der Spannungen zu analysieren. Beispielsweise habe in Dänemark die Liberalisierung des Kapitalverkehrs keine Rolle gespielt, während in Frankreich die letzten Liberalisierungsmassnahmen offenbar ein bedeutender Faktor gewesen seien. Die Zentralbanken, die intervenieren mussten, sollten die Natur der Kapitalbewegungen untersuchen, um insbesondere festzustellen, welchen Einfluss die Abschaffung der Devisenkontrolle gehabt habe; diese Zentralbanken könnten dem Ausschuss darüber Bericht erstatten.

Herr Pöhl hebt ebenfalls das ungewöhnliche Ausmass sowohl der intramarginalen als auch der Pflichtinterventionen hervor. Von Anfang Dezember an bis zur Leitkursanpassung hätten die DM-Abgaben der EG-Zentralbanken den Betrag von 36 Mrd. erreicht, wovon 16 Mrd. liquiditätswirksam geworden seien und dem Doppelten der jährlichen Ausweitung der Geldmenge entsprächen. Man müsse hoffen, dass eine Umkehrung der Kapitalströme eintrete, die eine Absorbierung dieses Liquiditätszuwachses ermögliche. Es sei klar, dass es mit der - durchaus willkommenen - Abschaffung der Devisenkontrolle leichter geworden sei, Positionen aufzubauen und die Leads and lags zu nutzen. Die Zentralbanken müssten sich daran gewöhnen und sich auf diese neue Situation einrichten, gleichzeitig aber die Effizienz ihrer nationalen Geldpolitik bewahren. Man habe hier ein interessantes Thema für Ueberlegungen im Rahmen des Mandats der Minister über die Aenderungen, die man an den Funktionsmechanismen des EWS vornehmen könnte.

Herr Pöhl ist nicht davon überzeugt, dass intramarginale Interventionen Pflichtinterventionen stets überlegen seien. Vom Standpunkt eines auf die Aufwertung einer Währung setzenden Spekulanten aus sei es interessanter, Leergeschäfte zu tätigen, wenn der Interventionspunkt noch

nicht erreicht worden sei. Die Erfahrung der letzten Monate und Wochen habe gezeigt, dass - wie schon oft - die Kurskorrektur zu spät und erst unter dem Druck einer gewaltigen Spekulationswelle erfolgt sei. Es wäre interessanter und weniger kostspielig gewesen, die Operation einen Monat früher durchzuziehen. Es sei jetzt jedoch zwecklos, sich Vorwürfe darüber zu machen, was die Partner getan oder nicht getan hätten. Dagegen wäre es nützlich, den von ihm selbst vor einigen Jahren gemachten Vorschlag wieder zu prüfen, dass nämlich die Zentralbankpräsidenten und der Währungsausschuss Minileitkursanpassungen bis zu 3% auf undramatische Weise im Rahmen der laufenden Verwaltung des EWS vornehmen könnten. Der Vorschlag sei von Herrn Delors im April 1985 in Palermo aufgegriffen worden, aber die Minister seien nicht darauf eingegangen. Die Idee möge zwar politisch nicht realistisch sein, bleibe aber gut: Mit Anpassungen in homöopathischen Dosen von 2-3%, in Ruhe von Zeit zu Zeit vorgenommen, könnte man diese ungeheuren Spekulationswellen vermeiden, und die Kursänderungen wären schliesslich eher klein, verglichen mit dem, was sich beim Dollar abspiele.

Die Länder, aus denen Kapital abgeflossen sei, hätten eine mutige Zinspolitik betrieben. Die Bundesbank trage vielleicht in zweierlei Hinsicht eine gewisse Verantwortung. Einerseits seien ihr die Zinssätze nach oben entglitten; die saisonale technische Anhebung sei etwas grösser als gewöhnlich und in dem gegebenen Zusammenhang Gegenstand übersteigter Einschätzungen gewesen. Andererseits habe sich die im Dezember erfolgte Veröffentlichung des Geldmengenziels für 1987 ebenfalls auf den Wechselkurs ausgewirkt. Die Ankündigung eines Wachstumskorridors von 3-6% sei erfolgt, ohne dass erläutert wurde, wie dieses Ergebnis angesichts der aussenwirtschaftlichen Lage zu erreichen sei. Eine solche Ankündigung des Geldmengenziels hätte verzögert oder sogar wie in Grossbritannien unterlassen werden können. Aber nach der sehr deutlichen Ueberschreitung des Geldmengenziels 1986 hätte eine solche Haltung als Nachgiebigkeit ausgelegt werden können und wäre von einem bestimmten "Monetarismus", der in Deutschland nach wie vor Einfluss hat, kritisiert worden.

Die Schwäche des Dollars scheine in der Krise keine grosse Rolle gespielt zu haben: Der Kurs sei in den letzten drei Monaten von 1986 relativ stabil gewesen, und der Kursrückgang habe sich erst seit Anfang Januar stark beschleunigt. Und auf jeden Fall sei es jetzt nützlicher, in die Zukunft zu blicken. Man könne befürchten, dass bei anhalten-

dem Fall des Dollarkurses wieder Spannungen im EWS auftreten, dies um so mehr, als die Leitkursanpassung nicht zu Umkehrungen der Währungspositionen und der Kapitalströme geführt habe, zu denen es früher im allgemeinen unmittelbar danach gekommen sei.

Herr Camdessus ist mit der Ansicht von Herrn Pöhl einverstanden, dass der Kursverlust des Dollars nicht das einzige Element sei, das die Spannungen von Dezember und Januar erklärt. In der Tat sei in Paris die Spekulation auf eine Aufwertung der D-Mark seit einigen Monaten eher mit den deutschen Wahlen vom 25. Januar 1987 verbunden gewesen. Die Marktteilnehmer wüssten jetzt, dass nach Wahlen in Deutschland oder auch in jedem anderen Land des EWS immer die Möglichkeit einer Leitkursanpassung bestehe. Dies sei ein wichtiges und zusätzliches Argument für die Wiederaufnahme des Vorschlags, zu versuchen, ein entdramatisiertes Realignmentsverfahren zu schaffen. Der Ausschuss der Zentralbankpräsidenten würde einen wichtigen Beitrag zur Zukunft des EWS leisten, wenn er sich darüber einigen könnte, den Ministern ein Verfahren technischer Leitkursanpassungen auf der Ebene des Ausschusses vorzuschlagen; man würde versuchen, diese Leitkursanpassungen von den politischen Zeitplänen loszulösen. Man könnte im EWS die Leitkursanpassungen in zwei Kategorien unterteilen: die von den Zentralbankpräsidenten vorgenommenen technischen Leitkursanpassungen, die keine besonderen wirtschaftlichen Begleitmassnahmen erfordern würden, und die politischen Leitkursanpassungen mit Einschluss solcher Massnahmen.

Herr Duisenberg äussert sein Erstaunen über eine Art von "benign neglect" im Hinblick auf ein nächstes Realignment und die bescheidene Rolle, die den Zinssätzen zugewiesen wird. Gewiss hätten diese während den letzten Tagen, als sich schon gewaltige Kapitalmassen verlagert hatten, keine Lösung mehr sein können. Aber man habe wieder und wieder gesagt, dass die Leitkursanpassung von den wirtschaftlichen Eckdaten her nicht gerechtfertigt gewesen und von Marktspekulationen erzwungen worden sei. Wenn dies wahr sei, dann dürften die Eckdaten nicht der Grund für eine eventuelle nächste Leitkursanpassung sein. Die Zinssätze seien die einzige wirksame Waffe der Zentralbanken, und wenn diese der Meinung seien, dass das derzeitige Paritätengitter korrekt sei und während einer gewissen Zeit beibehalten werden müsse, müssten sie ihre Ueberzeugung und ihre Entschlossenheit durch einen aktiven Einsatz der Zinssätze beweisen.

Herr Pöhl findet die Anregung von Herrn Duisenberg gefährlich. Die Zinsgefälle spielten eine wichtige Rolle, aber wenn die gesamte Geldpolitik einem Ziel stabiler Wechselkurse untergeordnet werden müsse, riskiere man, die anderen, ebenso wichtigen Ziele nicht zu verwirklichen. Beispielsweise beruhe in Deutschland die Doktrin der Geldpolitik auf einem Geldmengenziel; es gebe kein Wechselkurs- oder Zinsziel. Die beiden letzteren Zielgrößen seien seit langem aufgegeben worden, und man könne grosse Bedenken hegen, das Konzept der Geldpolitik so stark abzuändern. Ueberdies bestünde die Gefahr, dass den Politikern die Sache allzu leicht gemacht würde; sie würden die Wechselkurse nie wieder ändern und die Aufgabe, das System zu stabilisieren, auf die Zentralbanken abschieben, die viel öfter zu einer Senkung der Zinssätze als zu deren Erhöhung aufgefordert würden. Es sei nun aber Sache der Zentralbankpräsidenten, daran zu erinnern, dass es noch andere Instrumente gebe, insbesondere in der Haushaltspolitik, und in letzter Instanz die Neuordnung der Wechselkurse, die rechtzeitig und nicht nur unter spekulativem Druck vorgenommen werden müsste. Bekanntlich habe man bei den meisten Leitkursanpassungen gesagt, sie seien nicht durch die wirtschaftlichen Eckdaten gerechtfertigt, sondern eine Reaktion auf die Spekulation. Es sei jedoch offenkundig, dass letztere sich immer auf eine gewisse wirtschaftliche Rationalität gründe. Zur Zeit könnten beispielsweise Berechnungen unterschiedliche Resultate über das angemessene Kursniveau der verschiedenen EWS-Währungen ergeben.

Herr Pöhl kommt auf die Idee zurück, technische und beschränkte Leitkursanpassungen den "Profis" zu überlassen, und wiederholt, dass dies nützlich wäre und dass sich die Notenbankpräsidenten gewiss über solche Realignments einigen könnten, dass aber die agromonetären Probleme die Lage komplizierten und einen skeptisch stimmten.

Herr Duisenberg ist der Meinung, dass man in einer Geldpolitik als Ganzes von allem etwas findet, d.h. Geldmengenpolitik, Zinspolitik und Wechselkurspolitik. Die Zugehörigkeit zum EWS beinhalte z.B. ein Wechselkursziel oder das Ziel, während einer gewissen Zeit die Wechselkurse stabil zu halten. Kleinere und häufigere (aber nicht übermässig häufige) Leitkursanpassungen seien vielleicht keine schlechte Idee. Dies ändere jedoch nichts an der bedeutenden Rolle, die die Zinssätze spielen können, und es wäre nützlich, wenn sich die Stellvertreter in den kommenden Wochen gründlicher mit dieser Frage befassen würden.

Herr Ciampi ist der Ansicht, dass die Zentralbankpräsidenten über ein vollständiges Instrumentarium verfügen, und dass das Problem darin liege, die Instrumente in ausgeglichener Weise und vor allem im richtigen Moment zu benutzen. Selbst wenn gegenüber dem Ergebnis Skepsis angebracht sei, verdiene die Idee, den Notenbankpräsidenten die kleinen technischen Realignments zu überlassen, näher untersucht und als Vorschlag den Finanzministern unterbreitet zu werden.

Herr Ciampi gibt einige Informationen zu einem neuen Gesetz über die Devisenkontrolle ab, das vom italienischen Parlament verabschiedet worden ist. Dieses Gesetz lege die Grundsätze einer Reform dieser Kontrolle fest; die Regierung sei ermächtigt, sie bis Oktober 1987 in die Tat umzusetzen, und werde dies wahrscheinlich im Frühjahr tun. Erstens kehre das Gesetz das vorherige Prinzip um, d.h. von nun an könnten alle Transaktionen von Gebietsansässigen mit dem Ausland frei getätigt werden, mit Ausnahme jener, für die weiterhin eine Bewilligungspflicht bestehe. Bisher habe der Grundsatz gegolten, dass alle nicht bewilligten Transaktionen verboten waren. Zweitens können Einschränkungen dieser Freiheit nur aus währungspolitischen oder Zahlungsbilanzgründen eingeführt werden. Drittens verlange das Gesetz, dass die Regierung die Bereiche, in denen Einschränkungen eingeführt werden können, präzisieren und die Art dieser möglichen Massnahmen skizzieren müsse. Es gehe darum, klar festzuhalten, dass es in Zukunft nie wieder Einschränkungen bei den laufenden Zahlungen gebe, denn die Handelsfreiheit müsse gegenüber protektionistischem Druck und Versuchungen gewährleistet werden. Was den Kapitalverkehr betreffe, schlage die Banca d'Italia vor, etwaige Einschränkungen auf die kurzfristigen Finanz- und Währungsgeschäfte, die sich störend auswirken können, zu begrenzen, und die echten, direkten Anlage- oder Portfoliogeschäfte unbehelligt zu lassen. Die Banca d'Italia sei sich jedoch bewusst, dass dieser liberale Ansatz im Zusammenhang mit einem europäischen Integrationsprozess nicht ohne Gefahr sei. Damit dieser Prozess von Dauer sei, müsse man die Politiken der EG-Länder und insbesondere jener, die dem EWS angehören, besser koordinieren. Die jüngsten Ereignisse zeigten, dass bei den technischen Mechanismen noch Raum für Verbesserungen sei. Man müsste auch über genügend Mittel verfügen, um destabilisierenden Bewegungen begegnen zu können; die Länder, die daran sind, die Kapitalströme freizugeben, müssten schnell handeln können, um die Spekulation abzuschrecken.

Sowohl auf nationaler als auch auf Gemeinschaftsebene müssten daher Anstrengungen unternommen werden, um die finanzielle Integration und Liberalisierung in Europa zu fördern, aber dabei gleichzeitig die schon erzielten bedeutenden Errungenschaften - den gemeinsamen Markt der Güter und Dienstleistungen und den Wechselkursmechanismus - zu schützen.

Herr Russo erklärt, dass die von den Notenbankpräsidenten soeben ausgetauschten Ansichten sehr interessant seien und sich durchaus im Rahmen der Arbeiten bewegten, die die Kommission unternommen habe und weiterführen wolle. Mehrere Aspekte seien deutlich hervorgetreten. Zunächst einmal bestehe ein Bedürfnis, die Verwaltung des EWS zu überprüfen und auf bestimmte alte Vorschläge zurückzukommen, selbst wenn diese Probleme aufgeworfen hätten. Von diesen Vorschlägen sollte man die Idee wieder aufnehmen, Leitkursänderungen innerhalb der Margen durchzuführen, so dass die Märkte keine Unterbrechung der Kontinuität bemerkten; die Häufigkeit solcher Änderungen hänge vom Grad der Konvergenz ab. Diese entdramatisierten technischen Anpassungen müssten zum richtigen Zeitpunkt vorgenommen werden, und diesbezüglich wäre die geldpolitische Zusammenarbeit von entscheidender Bedeutung. Wie schon früher gesagt worden sei, insbesondere im vergangenen Juli, beruhe das Funktionieren des EWS allzu sehr nur auf der Geldpolitik, und die anderen Politiken, insbesondere die Haushaltspolitik, müssten vermehrt eingesetzt werden. Schliesslich werde die Kommission ihre Arbeiten über die Liberalisierung des Kapitalverkehrs weiterführen; ein solcher Prozess werde ein gänzlich neues Umfeld schaffen und müsse in vorsichtigen Etappen ablaufen, denn, wie die jüngsten Ereignisse gezeigt haben, bleibe er nicht ohne Folgen.

Herr Godeaux unterstreicht, dass die Diskussion zeige, wie wichtig und dringlich es sei, dass die Notenbankpräsidenten die nötigen Vorkehrungen treffen, um das von den Ministern erteilte Mandat auszuführen. Daher müsste das Verfahren festgelegt werden, das der Ausschuss bei der Erfüllung dieses Mandats anzuwenden gedenkt, denn es sei klar, dass sehr wichtige technische und grundsätzliche Fragen sowie Fragen politischer Entscheidung rund um das EWS aufgetreten seien, und dass die Notenbankpräsidenten imstande sein müssen, auf diese wichtigen Fragen Antworten anzubieten.

Der Vorsitzende bezieht sich auf Herrn Godeaux und hebt die Bedeutung der Fragen hervor, die sich im Zusammenhang mit dem sehr

allgemein gehaltenen Mandat der Minister stellen. Unter diesen Fragen hätten mehrere Zentralbankpräsidenten die Nützlichkeit genannt, einen besseren Ansatz für die Leitkursanpassungen festzulegen und eventuell zwischen technischen Leitkursanpassungen und politischen Leitkursanpassungen zu unterscheiden. Eine solche Unterscheidung sei vielleicht schwierig, aber eins sei sicher: je diskreter, begrenzter, zweckmässiger und weniger häufig die Anpassungen der Leitkurse, desto besser würde das EWS funktionieren. Trotz der Skepsis, die hinsichtlich der möglichen Zukunft dieser Realignmentideen geäußert worden sei, sei es nützlich, wieder darüber zu reden. Natürlich müssten die Zentralbankpräsidenten noch viele andere Fragen untersuchen und dabei die heutigen Bemerkungen berücksichtigen. Alles dies werde in das Arbeitsprogramm 1987 aufgenommen werden müssen, das an der Februarsitzung mit dem neuen Vorsitzenden diskutiert wird.

III. Jüngste Entwicklung der Kursrelation zwischen dem japanischen Yen und den EG-Währungen

Der Vorsitzende ruft in Erinnerung, dass der Ausschuss im Dezember Herrn Dalgaard und die Expertengruppe der EG-Zentralbanken ersucht hatte, die Ueberlegungen zum Yen fortzusetzen. Der vor einigen Tagen versandte Bericht (s. Anlage) verdiene wegen der Schnelligkeit, mit der er erstellt wurde, und wegen seiner klärenden Analyse die Wertschätzung des Ausschusses.

Herr Dalgaard beschränkt sich auf einige kurze Kommentare. Zunächst einmal eine kleine Korrektur des Textes (S. 3 oben): Es sei zu präzisieren, dass die dem japanischen Postsparsystem erteilte Bewilligung, einen Teil seiner Mittel im Ausland anzulegen, erst am 1. April 1987 in Kraft tritt. Zweitens sei die Hauptschlussfolgerung der Experten klar: Der Schwächeanfall des Yen gegenüber den Gemeinschaftswährungen sei unangenehm, sei aber vielleicht nur eine vorübergehende Abweichung von einer generellen Tendenz zur Festigkeit. Schon früher sei es zu solchen Abweichungen gekommen, und trotz der Zurückhaltung der Bank of Japan schienen die Chancen gut, dass der Yen wieder an Wert gewinne.

Herr Loehnis erklärt, dass die Stellvertreter, wegen der späten Ankunft in Basel der meisten von ihnen, am Montagmorgen nur eine kurze Sitzung abgehalten haben und daher den Bericht über den Yen nicht näher prüfen konnten. Es sei klar, dass man sich mit den im Bericht behandelten Fragen zu einem späteren Zeitpunkt wieder befassen müsse. Die Stellvertreter hätten hervorgehoben, dass die Wechselkursrelationen zwischen der EG und Drittländern nicht bloss auf bilateraler Basis in Betracht gezogen werden dürfen, sondern dass eine multilaterale Betrachtungsweise nötig sei. Skepsis sei, allerdings nicht einhellig, gegenüber bilateralen Vereinbarungen wie dem Baker/Miyazawa-Abkommen ausgedrückt worden. Im allgemeinen habe man es nicht sehr praktisch gefunden, getrennte Wechselkursvereinbarungen zwischen der EG und Japan und den USA zu treffen, denn dies würde eine stabile Kursrelation Yen/Dollar voraussetzen. Hinsichtlich des Yen werde anerkannt, dass eine Weiterentwicklung seiner Internationalisierung von Vorteil wäre, damit er die Stärke der japanischen Wirtschaft besser widerspiegeln könne. Die bisherigen Anstrengungen seien schon in diesem Sinne erfolgt, und die zur Zeit vorgenommene Deregulierung des japanischen Finanzmarktes sei ein wichtiger Schritt in diese Richtung. Die Stellvertreter seien der Ansicht, dass die weitere Prüfung dieser Fragen der Kursrelationen mit Drittländern im Rahmen der in der Mitteilung über die Leitkursanpassung erwähnten Untersuchung der Massnahmen zum Ausbau des EWS erfolgen sollte.

Mehr ins einzelne gehend haben die Stellvertreter zur Kenntnis genommen, dass der Wertverlust des Yen gegenüber den europäischen Währungen seit Juli 1986 zwar verglichen mit dem langfristigen Wertgewinn relativ bescheiden war, aber dennoch die Auswirkungen des Plaza-Abkommens praktisch zunichte gemacht hat. Zum Schluss sei angeregt worden, eine neue Untersuchung durchzuführen, um die Zusammensetzung und die Richtung des nach Japan eingeführten und aus Japan ausgeführten kurz- und langfristigen Kapitals besser zu kennen.

Herr Hoffmeyer meint, wenn man befürchte, dass die japanischen Kapitalexporte nach Europa die EWS-Währungen nach oben drücken, könnten doch die Zentralbanken des Systems diese Auswirkungen durch Halten von Yen in ihren Reserven ausgleichen.

IV. Vorsitz des Ausschusses

Der Vorsitzende ruft in Erinnerung, dass seine Kollegen ihm die Ehre erwiesen haben, sein Mandat um einen Monat zu verlängern. Die Verlängerung erlaubte es, die Konsultationen, die angesichts der Ungewissheit bezüglich der Ernennung von Herrn Camdessus zum Vorsitzenden notwendig geworden waren, zu Ende zu führen. Die Zentralbankpräsidenten, die den Vorsitz noch nie innehatten, hätten erklärt, sie zögen es vor, unter einem erfahrenen Vorsitz zu arbeiten und noch etwas mehr Erfahrung im Ausschuss zu sammeln, ehe sie dieses Amt annähmen. Der Ausschuss sieht sich daher mit seinem Rotationssystem auf den Kreis der ehemaligen Vorsitzenden reduziert, und Herr Ciampi sei bereit, das Amt mit Wirkung ab Ende dieser Sitzung zu übernehmen.

Herr Ciampi dankt dem Vorsitzenden und seinen Kollegen für das Vertrauen, das sie ihm mit der Ernennung zum Ausschussvorsitzenden beweisen. Er fügt hinzu, dies sei das zweite Mal, dass er diese Verantwortung und diese grosse Ehre annehme; er verspricht, sein Bestes zu geben, um mit Hilfe aller seiner Kollegen nützliche Arbeit für den Ausschuss zu leisten.

Herr Ciampi wendet sich an den Vorsitzenden, um ihm zu sagen, wie sehr alle Zentralbankpräsidenten es geschätzt haben, ihre Sitzungen unter seiner so aufgeklärten Autorität abzuhalten; sie seien sich bewusst, dass seine berufliche Fähigkeit, seine Eleganz und sein Geschick bei der Diskussionsleitung viel zum Erfolg der Ausschussdebatten beigetragen haben; zu diesem Erfolg habe auch Herr Loehnis als Vorsitzender der Stellvertreter beigesteuert.

Der Vorsitzende dankt Herrn Ciampi und seinen Kollegen für diese liebenswürdigen Worte und die Unterstützung, die sie ihm immer gewährt haben. Ohne diesen Rückhalt seitens der Zentralbankpräsidenten, die Mitarbeit von Herrn Loehnis und die Unterstützung der ganzen Sekretariatsequipe wäre es unmöglich gewesen, den Vorsitz zu führen.

V. Weitere Fragen innerhalb der Zuständigkeit des Ausschusses
- Künftige Rolle des Beratenden Ausschusses für das Bankwesen

Der Vorsitzende erinnert daran, dass er nach der Diskussion des Ausschusses im Dezember an den Vorsitzenden des Rats der Aussenminister geschrieben habe. Eine Kopie dieses Briefes und der Antwort von Sir Geoffrey Howe sei versandt worden. Es scheine, dass die Bemerkungen der Zentralbankpräsidenten berücksichtigt worden seien und dass die Kommission bereit sei, eine Lösung anzunehmen, die den Wünschen der Zentralbankpräsidenten und dem sehr spezifischen Charakter der Bankgeschäfte entspricht. Die Frage müsse jedoch noch vom Rat geregelt werden, der im ersten Halbjahr 1987 unter belgischem Vorsitz steht.

Herr Russo ruft in Erinnerung, dass er Herrn Delors die von den Notenbankpräsidenten im Dezember gemachten Bemerkungen getreulich übermittelt hat. Der Präsident der Kommission verstehe die geäußerten Bedenken und hoffe, dass sich eine für alle befriedigende Lösung finden lasse.

Herr Ó Cofaigh begrüßt die Bemühungen des Vorsitzenden und von Sir Geoffrey Howe und die Reaktion der Kommission. Würde diese Frage im Beratenden Ausschuss für das Bankwesen erneut diskutiert, wären die Zentralbanken dort alle vertreten und wären somit unterrichtet. Auf jeden Fall müsse man abwarten, wie sich die Sache entwickle, und die Central Bank of Ireland würde nicht verfehlen, den Ausschuss zu alarmieren, wenn sich eine für die Zentralbanken ungünstige Entwicklung abzeichne.

VI. Zeit und Ort der nächsten Sitzung

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

* * *

Bevor zur Tagesordnung des Verwaltungsrats des EFWZ übergegangen wird, ruft der Vorsitzende in Erinnerung, dass dies die letzte Sitzung ist, an der Herr Camdessus teilnimmt; im Namen des Ausschusses

möchte er sozusagen die schon in anderen Gremien ausgesprochenen Würdigungen ergänzen. Die Zentralbankpräsidenten lernten Herrn Camdessus kennen, als er Direktor des französischen Schatzamtes war, und er fiel sogleich durch die Mischung von Charme und Tüchtigkeit auf, die ihn auf so angenehme Art kennzeichnet und die in der heutigen Welt eher selten ist. Die Zentralbankpräsidenten hatten dann das Vergnügen, ihre freundschaftlichen Beziehungen mit ihm zu vertiefen, und wenn auch sein Aufenthalt unter ihnen allzu kurz war, werden sie ihn zweifellos in seinem neuen und bedeutenden Amt wiedersehen und gewiss mit ihm zusammenarbeiten.

Der Vorsitzende fügt hinzu, dass die Notenbankpräsidenten Herrn Camdessus' Beiträge, die immer bedeutend und nützlich waren und so gut Zusammenarbeit, Objektivität und Freundschaft symbolisierten, überaus geschätzt haben. Die Notenbankpräsidenten bedauern das Ausscheiden von Herrn Camdessus sehr, und ihre besten Wünsche begleiten ihn in seinem neuen Amt.

Herr Camdessus antwortet dem Vorsitzenden mit folgenden Worten: In unserem alten Europa gibt es für Menschen, die im Geldwesen arbeiten, keine höhere Würde als die des Vorsitzenden des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten. Ich werde diese Würde nicht erlangen, ich habe daher heute nicht die Ehre, dem Vorsitzenden für die Art und Weise zu danken, wie er seine Kollegen geführt hat, und ich finde es richtig, dass diese Ehre Herrn Ciampi zugefallen ist. Ich danke dem Vorsitzenden daher nur für seine letzten lebenswürdigen und grosszügigen Worte. Ich bin nicht so lange, wie ich es gerne gewollt hätte, als Ebenbürtiger der Zentralbankpräsidenten im Ausschuss gewesen, nun werde ich ihr Diener werden, und ich bitte sie, mir grosszügig ihren Rat, ihre Unterstützung und Kritik zuteil werden zu lassen. In meinem neuen Beruf, in dem ich für das SZR verantwortlich sein werde, werde ich nicht den Ehrgeiz vergessen, den ich für die ECU hegte, und dass die erste Aufgabe des IWF die Harmonisierung der Zahlungsbilanzen und die Systemanpassungen unter den grossen Volkswirtschaften sein muss. Ich werde auch die im Ausschuss gewonnene Erfahrung internationaler Zusammenarbeit nicht vergessen. Welches auch ihre Schwierigkeiten und Stürme sind, diese Zusammenarbeit ist einzigartig, und ich habe gut genug begriffen, welche Rolle unser gegenseitiges Vertrauen und unsere Freundschaft bei ihrem Erfolg spielen, um zu versuchen, auch anderswo den Geist herrschen zu lassen, den ich hier entdeckt habe.

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

Dezember 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 Dezember 1986 und während der ersten Januartage 1987.

I. ENTWICKLUNG DER WECHSELKURSE

Im Dezember wiesen die Devisenmärkte die folgenden Haupttendenzen auf:

- Fortsetzung der Werteeinbussen des US-Dollars;
- anhaltende Kurssteigerungen der D-Mark gegenüber den meisten grossen Währungen;
- Zunahme der Spannungen im EWS, die substantielle Interventionen in Form von DM-Abgaben auslösten;
- festere Tendenz des Pfund Sterling vor dem Hintergrund anziehender Oelpreise.

Der US-Dollar erholte sich etwas in der ersten Dezemberhälfte, gab aber dann wieder deutlich nach, als sich die negative Einschätzung der amerikanischen Währung verstärkte. Ursächlich waren Zweifel an der Fähigkeit der Reagan-Administration, sich protektionistischen Massnahmen

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

zu widersetzen, und an der Dynamik der Wirtschaftstätigkeit in den USA. Gegen Ende des Monats verstärkte sich die negative Stimmung gegenüber dem US-Dollar noch, als für November ein Rekorddefizit in der Handelsbilanz in Höhe von \$ 19,2 Mrd. bekanntgegeben wurde. Der Dollar verlor gegenüber den meisten kontinentaleuropäischen Währungen und dem japanischen Yen zwischen 1 und 2% und gegenüber dem englischen Pfund ungefähr 3% an Wert.

Im EWS verstärkten sich insbesondere in der zweiten Dezemberhälfte die Spannungen vor dem Hintergrund von Spekulationen am Markt hinsichtlich eines möglichen Realignement zu Beginn des neuen Jahres. Mehrere Partnerzentralbanken verkauften namhafte DM-Beträge zur Stützung ihrer Währung im EWS-Wechselkursband. Zum Monatsende erreichte das Kursband seine maximal zulässige Ausdehnung von 2 1/4%, als die dänische Krone an ihren unteren Interventionspunkt gegenüber der D-Mark stiess. Die italienische Lira notierte weiterhin oberhalb der engeren Schwankungsbreite.

Die D-Mark hat sich gegenüber fast allen wichtigen Währungen erneut befestigt. Ihr Aussenwert erreichte am 31. Dezember 1986 mit einem Index von 170,5% (1972 = 100%) seinen bisher höchsten Stand. Der Kursgewinn gegenüber dem US-Dollar war zwar mit 1,9% erheblich geringer als im Vormonat (4,6%), jedoch immer noch stärker ausgeprägt als derjenige der meisten anderen EWS-Währungen. Deshalb befestigte sich die D-Mark auch im Wechselkursgefüge der EWS-Währungen, wobei sie gegenüber der dänischen Krone an den oberen Interventionspunkt stiess, was obligatorische Interventionen in Kopenhagen nach sich zog. Andere EWS-Partnerzentralbanken nahmen zum Teil namhafte intramarginale DM-Verkäufe vor. Leichte Kursverluste verzeichnete die D-Mark allein im Verhältnis zum englischen Pfund.

Der französische Franc, der im wesentlichen von der andauernden festen Tendenz der D-Mark berührt wurde, ist am Ende des Berichtszeitraums auch durch die Verschlechterung des sozialen Klimas in Frankreich in Mitleidenschaft gezogen worden. Der Druck auf den Franc ging zum Teil von Gebietsfremden aus, deren Herausgehen aus der französischen Währung zu einer erheblichen Zinsversteifung am Euro-Franc-Markt führte. Ferner stand er im Zusammenhang mit der umfangreichen Devisenbeschaffung französischer Bankkunden. Das Abwärtsgleiten der französischen Währung im Wechselkursgefüge des EWS wurde durch substantielle Interventionen in Form von Devisenabgaben und einer Erhöhung der Geldmarktzinsen in Schach gehalten.

Der belgische Franc stand unter Abwertungsdruck, doch konnte er dank namhafter Interventionsverkäufe ziemlich stabil im EWS-Paritätengitter gehalten werden. Die Spannungen am Devisenmarkt hatten zur Folge, dass die Zinssätze leicht stiegen.

Der holländische Gulden musste während der zweiten Monatshälfte in gewissem Umfang durch Interventionen gestützt werden, um seine Position gegenüber der D-Mark zu stabilisieren. Verantwortlich für diese Entwicklung war vornehmlich die zeitweilige Verringerung der den Gulden begünstigenden Zinsdifferenz im kurzfristigen Bereich; letzteres war darauf zurückzuführen, dass die Zinsen in den Niederlanden weniger als in Deutschland anstiegen.

Die dänische Krone schwächte sich im Monatsverlauf ab und musste gegen Ende Dezember an ihrem unteren Interventionspunkt zur D-Mark gestützt werden. Ursächlich für diese Entwicklung waren die Spannungen im EWS und die am Markt herrschende Ungewissheit über die neuste Entwicklung der dänischen Zahlungsbilanz.

Das irische Pfund notierte im EWS-Kursband vergleichsweise stabil. Ein Ueberhang an Nachfrage nach Devisen in der letzten Woche des Berichtszeitraums führte dann jedoch zu einer Abschwächung des irischen Pfundes, was die Central Bank of Ireland veranlasste, mit Interventionen moderaten Umfangs ihre Währung zu stützen.

Die italienische Lira hielt zwar während des gesamten Berichtszeitraums weiterhin die Spitze im Kursband, gab aber während der letzten Tage des Monats innerhalb des Systems leicht nach, was mit der starken Befestigung der D-Mark gegenüber dem US-Dollar zusammenhing. Die Banca d'Italia intervenierte auf beiden Seiten des Marktes zur Eindämmung der Wechselkursausschläge, wobei sie über den gesamten Monat gesehen per saldo Devisen abgab.

Das Pfund Sterling festigte sich zunächst in Erwartung und dann als Folge des OPEC-Treffens und eines Anstiegs der Oelpreise. Der Index des gewogenen Aussenwerts des Pfundes stieg um 1 1/2% und verzeichnete einen Monatsendstand von 69,2 auf.

Die griechische Drachme verlor im Dezember gegenüber dem US-Dollar 0,6% und gegenüber der ECU 2,1% an Wert. Ihr gewogener Aussenwert sank während des Monats um 2,2%.

Die spanische Peseta gewann im Berichtszeitraum gegenüber dem US-Dollar 0,9% an Wert, schwächte sich hingegen gegenüber den EG-Währungen im gewogenen Mittel um 0,2% ab.

Der portugiesische Escudo war im Dezember gegenüber den meisten grossen Währungen rückläufig; er büsste gegenüber der D-Mark 1,1% und gegenüber dem japanischen Yen 0,6% an Wert ein, stieg aber gegenüber dem US-Dollar um 0,9%. Sein gewogener Aussenwert wies einen Rückgang von 0,6% auf.

Der Schweizer Franken schwankte tendenzlos bei geringen Umsätzen. Sein gewogener Aussenwert veränderte sich per saldo praktisch nicht.

Die schwedische Krone stand im Dezember unter Abwertungsdruck. Der Währungsindex stieg von 131,6 auf 131,8. Die Sveriges Riksbank intervenierte fast täglich mit Dollarabgaben. Die Nettonachfrage nach Devisen kam hauptsächlich von schwedischen Unternehmen, die auf Fremdwährung lautende kurzfristige Kredite zurückzahlten, um ihre Bilanzen mit Blick auf das Jahresultimo zu kürzen. Weitere zu Kapitalabflüssen beitragende Bestimmungsgründe waren die Abwärtsbewegung des Dollarkurses, der Druck auf andere skandinavische Währungen und veränderte Erwartungen in bezug auf die Inlandszinsen.

Die norwegische Krone verharrte im Dezember die meiste Zeit über in der Nähe des unteren Interventionspunktes des Korbindex. Ihr gewogener Aussenwert veränderte sich wenig, wobei sie sich gegenüber dem US-Dollar um 1,6% auf- und gegenüber der ECU um 0,1% abwertete. Um die spekulativ motivierten Abflüsse im kurzfristigen Kapitalverkehr zum Stillstand zu bringen, erhöhte die Norges Bank ihren Tagesgeld-Ausleihsatz für Banken am 2. Dezember von 14 auf 16%. Der daraus resultierende Anstieg der Zinssätze am Geldmarkt führte zu einem Anstieg der Zinssätze für kurzfristige Bankausleihungen an Unternehmen. Nachdem den spekulativen Kapitalabflüssen Einhalt geboten worden war und wieder mehr Vertrauen in einen stabilen Wechselkurs bestand, senkte die Norges Bank ihren Zinssatz am 16. Dezember auf 15,5% und am 17. Dezember auf 14,8%. In der zweiten Monatshälfte geriet die Krone jedoch erneut, wenn auch in sehr viel geringerem Masse unter Druck. Kursdämpfend wirkten das Defizit in der Leistungsbilanz und die Tatsache, dass der Unternehmenssektor im Hinblick auf den Jahresultimo seine Fremdwährungspositionen anpasste.

Der kanadische Dollar schwankte innerhalb einer relativ engen Bandbreite und notierte am Ende des Berichtszeitraums bei US-\$ 0,7244, womit er einen gegenüber Ende November unveränderten Schlusskurs aufwies. Kursstützend wirkte hierbei weiterhin das günstige Gefälle zwischen den

kanadischen und den US-amerikanischen Zinssätzen am Geldmarkt im Verein mit ausländischer Nachfrage nach auf kanadische Dollar lautende Wertpapiere. Ein mehr oder weniger grosses Gegengewicht hierzu bildete jedoch die Nachfrage der Unternehmen nach US-Dollar aufgrund des zum Jahresende bestehenden Bedarfs.

Der japanische Yen verzeichnete im Dezember gegenüber dem US-Dollar einen Kursanstieg von 1,3%. Zwar gab er zu Beginn des Monats aufgrund einer kräftigen Dollarnachfrage japanischer institutioneller Anleger etwas nach, festigte sich dann jedoch gemeinsam mit den europäischen Währungen bei relativ geringen Umsätzen.

II. INTERVENTIONEN

A. Interventionen in US-Dollar

Im Dezember beliefen sich die Dollarabgaben der Zentralbanken netto auf US-\$ 1,4 Mrd., verglichen mit US-\$ 0,2 Mrd. im November. Der bedeutendste Verkäufer im Monat Dezember war die Norges Bank.

B. Interventionen in Gemeinschaftswährungen

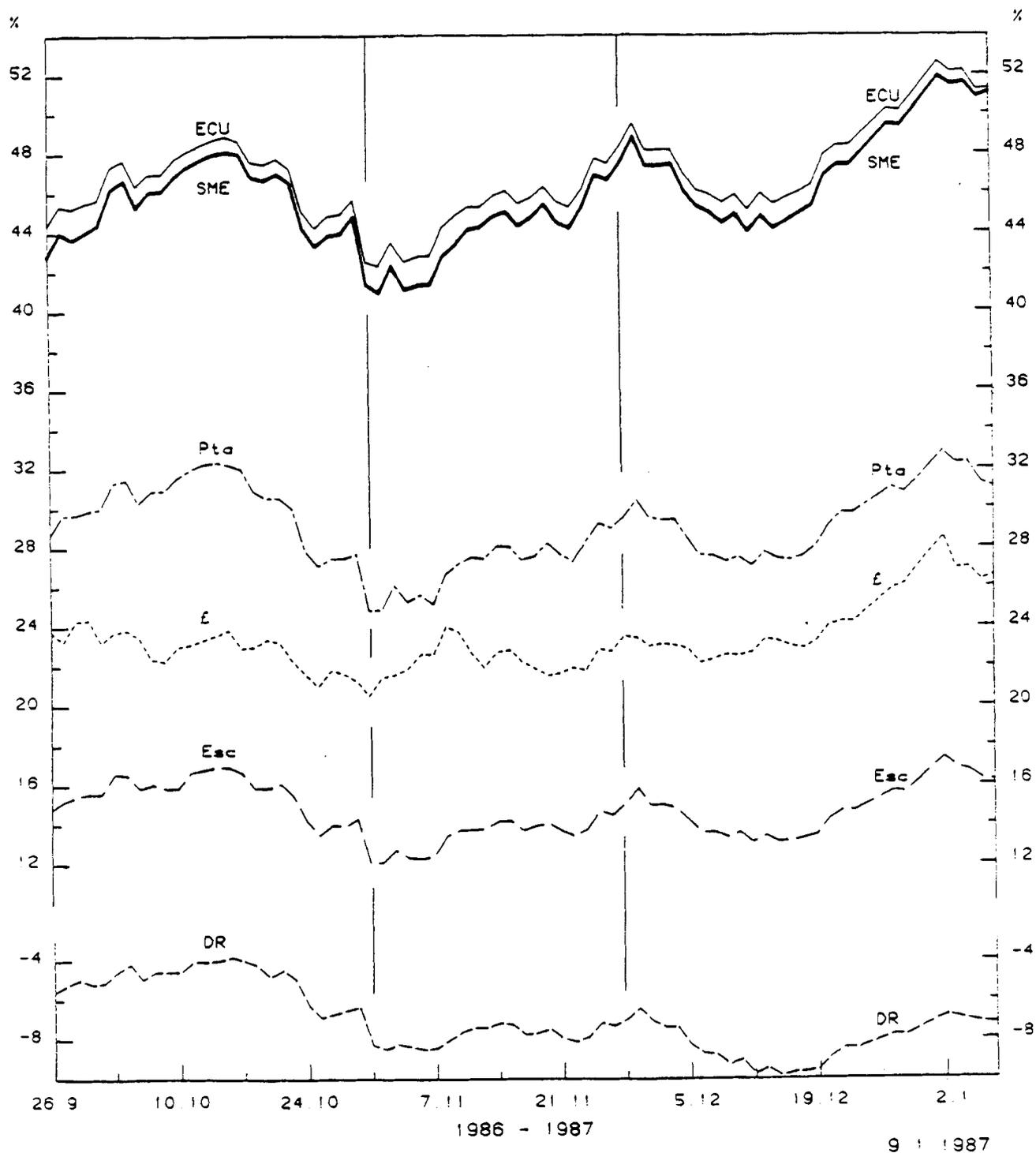
Die Bruttointerventionen in Gemeinschaftswährungen und in ECU beliefen sich im Dezember umgerechnet auf US-\$ 7,6 Mrd., verglichen mit Bruttointerventionen von US-\$ 3,0 Mrd. im November. Besonders umfangreiche Nettoverkäufe von D-Mark tätigte die Banque de France während des Monats, aber auch die Zentralbanken Dänemarks, Belgiens, Italiens und der Niederlande verkauften netto beträchtliche DM-Beträge.

III. DIE ERSTEN JANUARTAGE 1987

Die Baissestimmung gegen den Dollar verstärkte sich in den ersten Januartagen; mit bedeutenden Interventionen sorgten jedoch die Bank of Japan und die Deutsche Bundesbank dafür, dass der Dollar gegen die meisten wichtigen Währungen in einer schmalen Bandbreite gehandelt wurde.

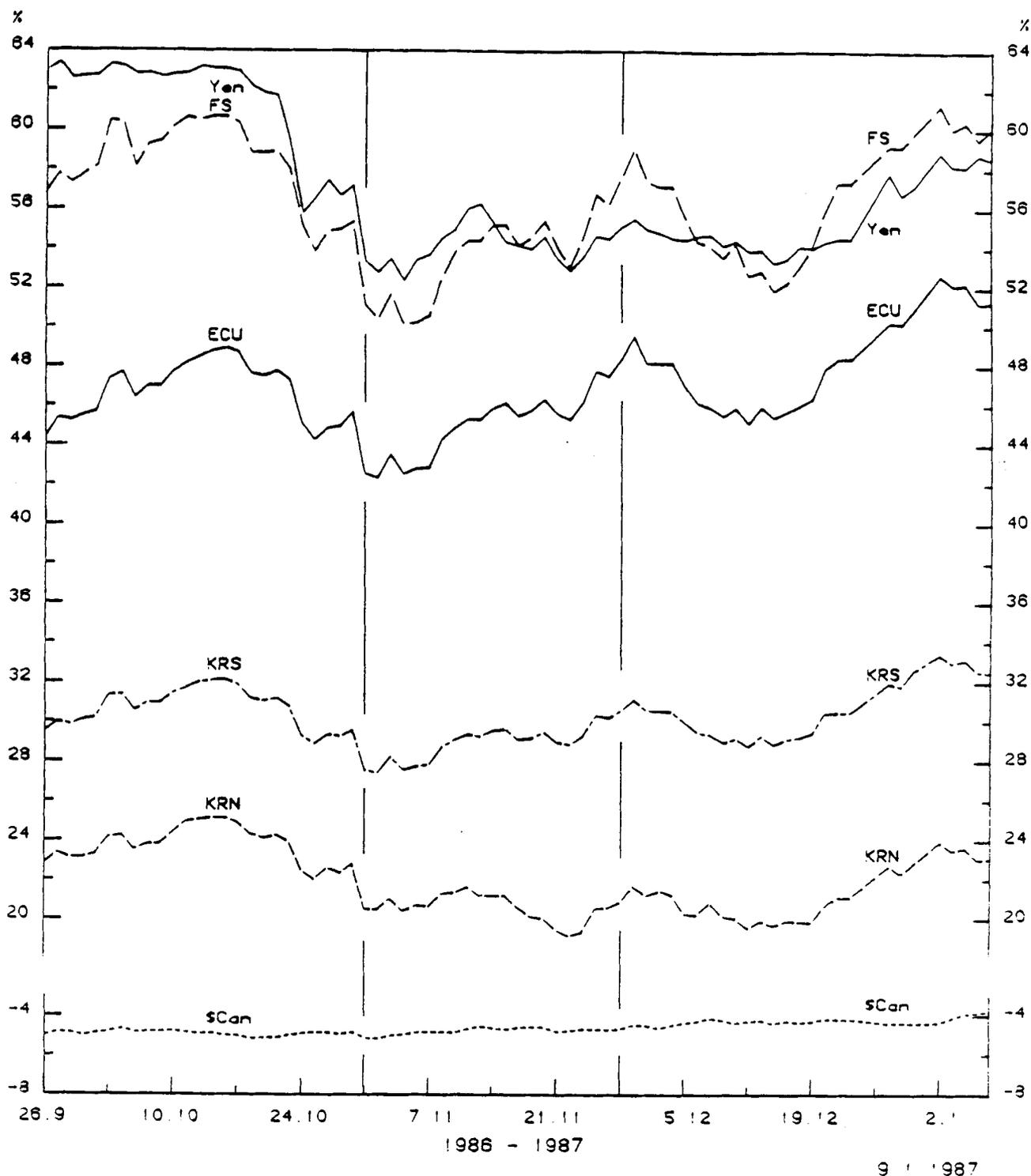
Im EWS nahmen die Spannungen ebenfalls zu; es kam zu massiven DM-Abgaben, und mehrere EWS-Zentralbanken hoben die amtlichen Zinssätze an. Mit Wirkung vom 12. Januar 1987 wurden die EWS-Leitkurse angepasst: Die D-Mark und der niederländische Gulden wurden um 3% und der belgische Franc um 2% gegenüber den übrigen am EWS-Wechselkursmechanismus beteiligten Währungen aufgewertet.

EVOLUTION DE L'ECU, OU 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 *



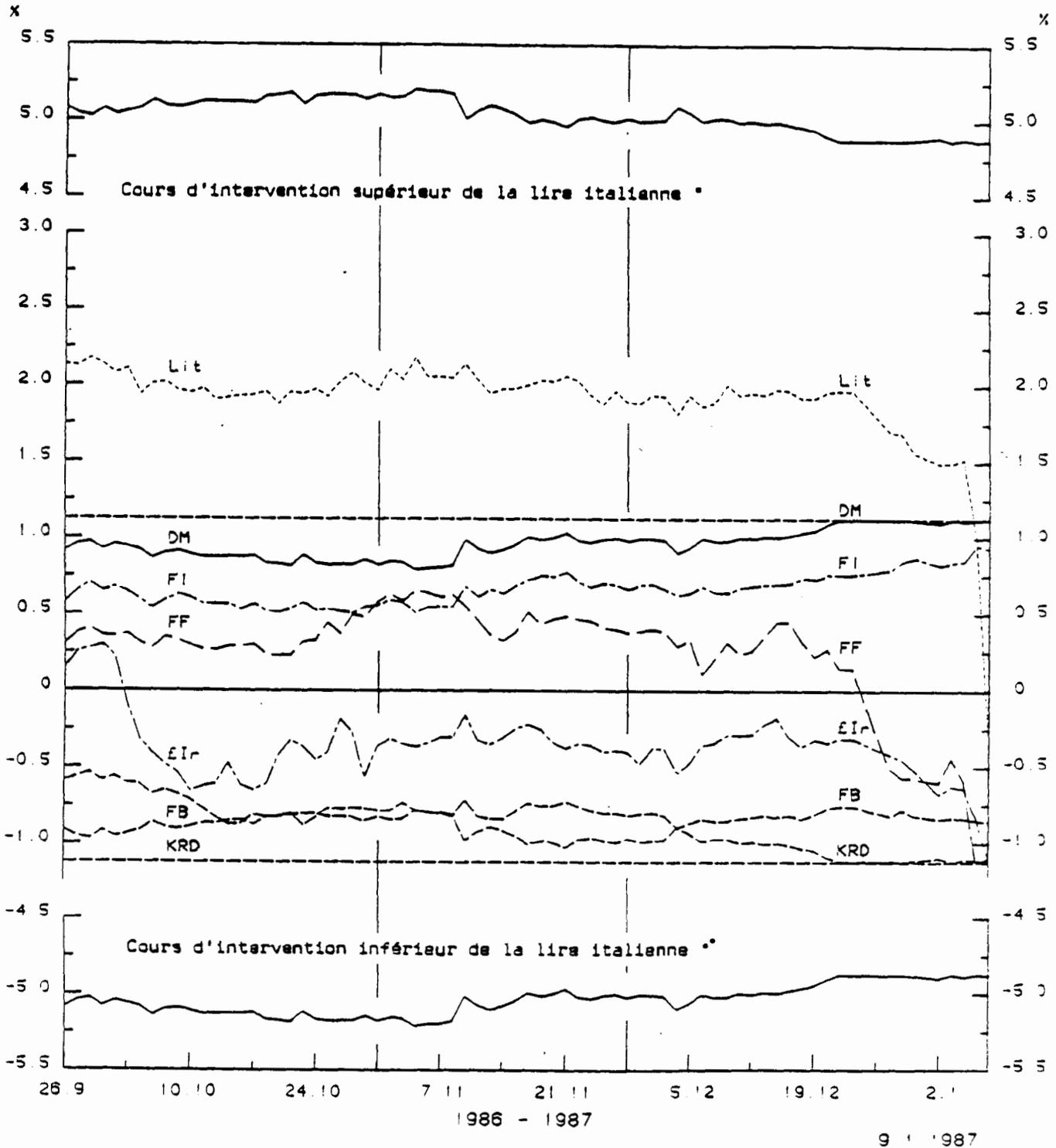
* Voir page suivante.

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



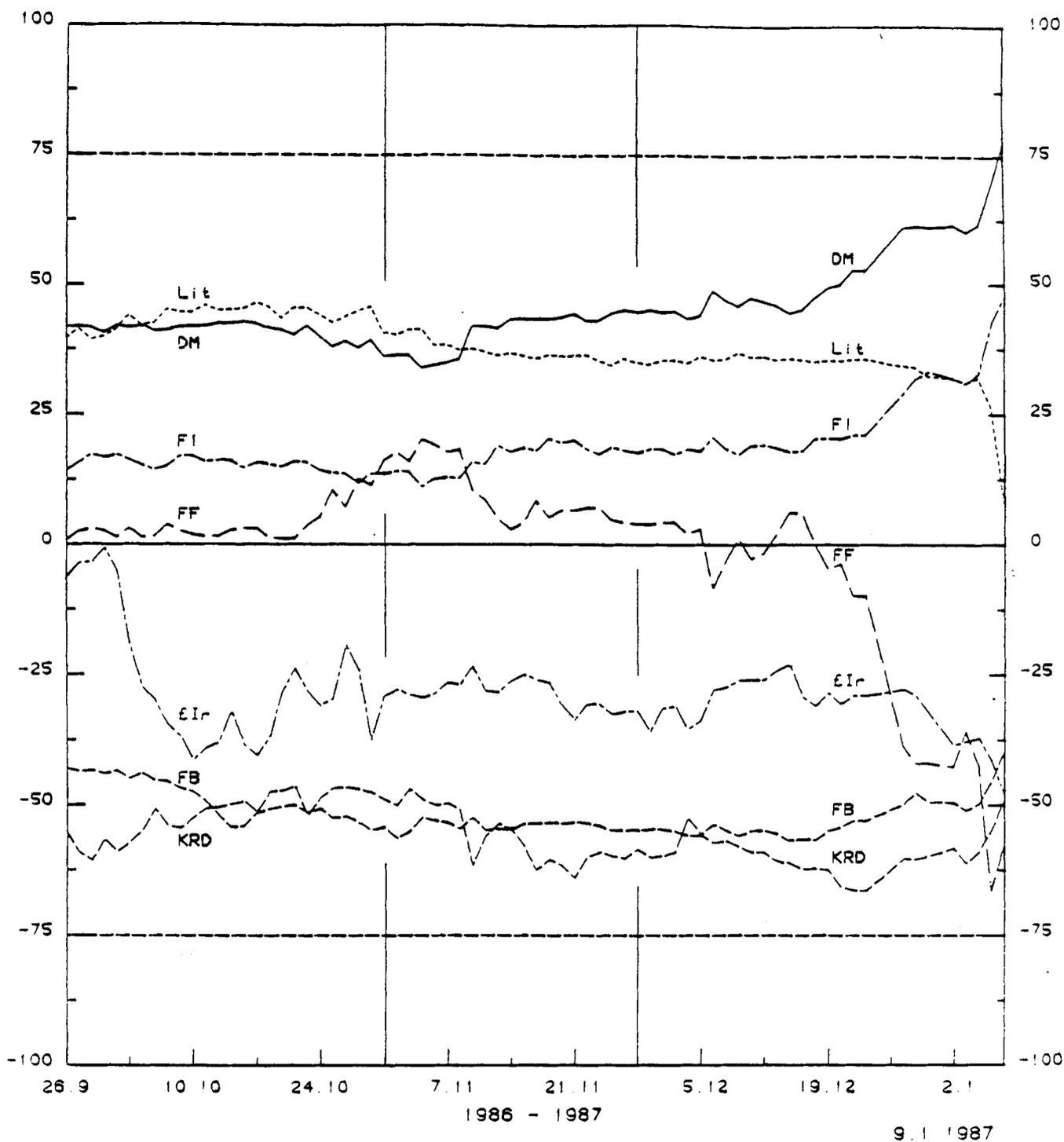
* ECU 0,708946; £ 0,8602; DR 128,4199; PTA 173,2995; ESC 169,7506;
\$Can 1,32; FS 2,593; Yen 251,1503; KRS 8,985; KRN 9,0875; cours
médian des monnaies participant au SME 0,71678. Le cours médian
des monnaies participant au SME représente la moyenne journalière
des cours des deux monnaies à marge de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



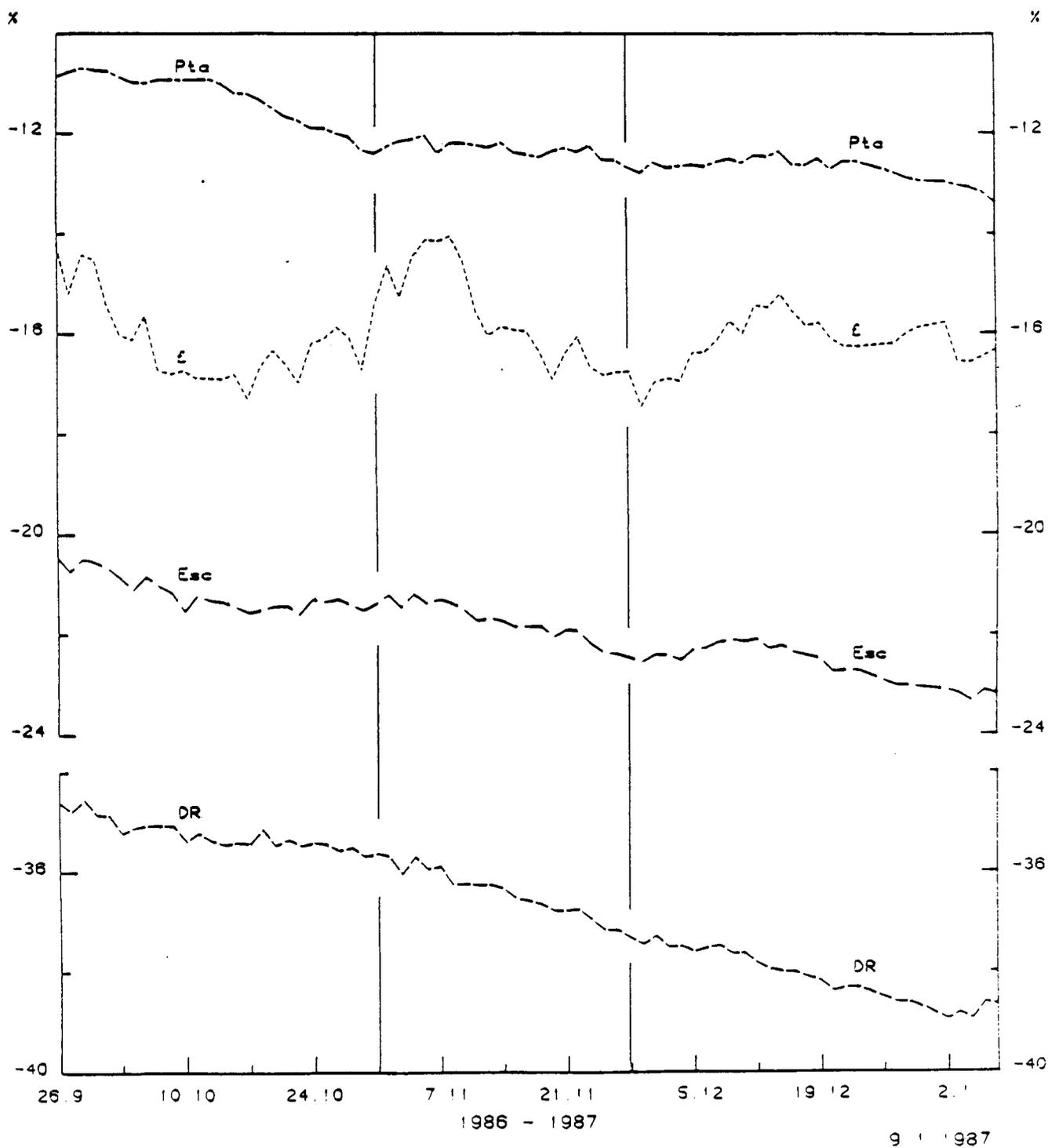
* Les cours d'interventions supérieur et inférieur de la lire italienne représentent l'écart maximal théorique par rapport à la monnaie la plus faible respectivement la plus forte dans la bande de fluctuation étroite de $\pm 2,25\%$.

EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE *



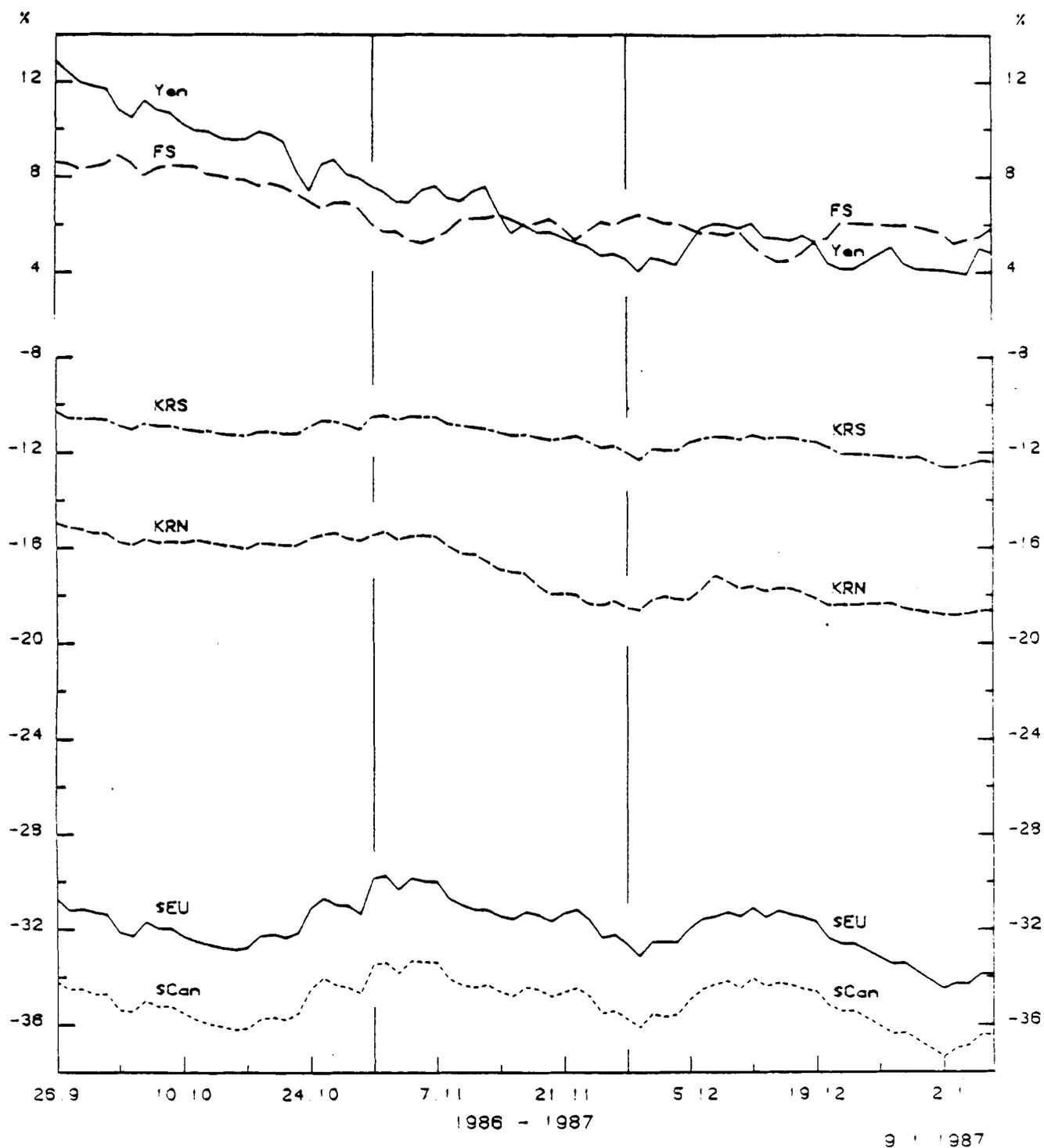
* L'indicateur de divergence a pour but de mesurer, sur une base comparable pour toutes les monnaies participant au mécanisme de change européen, la position d'une monnaie vis-à-vis de son cours-pivot ECU. L'écart maximal de divergence est le pourcentage maximal par lequel le cours de marché de l'ECU 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'ESCUDD PAR RAPPORT A L'ECU SUR LA BASE DES COURS DU MARCHE RELEVES
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 5,36988;
KRN 5,44254.

Group of experts under the
Chairmanship of Mr. Dalgaard

CHAIRMAN'S REPORT
ON RECENT DEVELOPMENTS IN THE EXCHANGE RATE RELATIONSHIP
BETWEEN THE JAPANESE YEN AND EEC CURRENCIES

1. Introduction

At its meeting on 9th December 1986, the Committee of Governors, as a follow-up to my oral statement on recent developments in the relationship between the Japanese yen and EEC currencies, requested the group of experts to produce a written report on this subject. As the presidency wished the report to be ready for the January meeting of the Committee, there has not been sufficient time to produce an agreed report. The following is, therefore, a Chairman's report, drawn up on the basis of a meeting of the group of experts under my chairmanship. The report assesses the weakening of the yen vis-à-vis the EEC currencies in the most recent months against the background of longer-term exchange rate movements and attempts to give the reasons for this weakening; the report goes on to assess the likely future development of the yen and the possible effects of a further weakening of the yen on the stability of the EMS and finally considers what measures are available to counteract such a development.

2. The recent exchange rate development of the yen

Between end-July and end-December 1986 the yen depreciated by about 9 per cent. against the ECU. Since it weakened only slightly against the US dollar and other currencies of importance for Japan, the effective exchange rate for the yen weakened by only about 5 per cent.

The recent depreciation of the yen should be seen in the light of the yen's longer-term appreciation. Between the beginning of 1980 and end-July

1986 the yen appreciated on average by about 100 per cent. against the ECU and the effective exchange rate for the yen appreciated by 80 per cent. Thus the development in the last five months of 1986 is only a slight reversal of the previous trend.

Data on real exchange rates, i.e. nominal exchange rates deflated by unit labour costs, suggest that the yen has lost some competitiveness since 1982. However, this weakening of the real exchange rate is calculated on the basis of the average rise in productivity in the Japanese manufacturing sector as a whole. Apparently the rise in productivity has been much higher in important sectors of the Japanese export industry. For instance, in the period 1975-1984 the average rise in productivity in manufacturing in general was 6 per cent. per annum, but in the electrical machinery industry it was 13.2 per cent. per annum. Accordingly, the real exchange rate is not, in this case, a useful measure of competitiveness. Judged by the continuously increasing surplus on the trade balance in recent years, the Japanese export industry has been very competitive. The strong rise in the yen since February 1985 must have resulted in a deterioration of competitiveness but Japanese exporters have, so far, reduced yen prices to such an extent that the export volume has declined only slightly.

3. Reasons for the depreciation of the yen vis-à-vis EEC currencies since July 1986

The weakening of the yen since July 1986 has been the result of very substantial net outflows of long-term funds on the capital account which have more than offset the very large current account surplus.

Japanese long-term capital investments abroad have for some time been large and increasing. This may be explained by a number of factors. The high level of savings combined with rather limited investment opportunities have resulted in a high propensity to invest abroad. Investment abroad has, in the past, been limited by restrictions on institutional investors but these restrictions have gradually been loosened in recent years.

Since end-July 1986 the outflow of long-term capital has increased further, helped by a number of new measures liberalising the rules for

capital exports. In particular the postal savings system has been authorised to invest a part of its capital abroad.

At the same time there has been a resale of foreign holdings of Japanese shares in recent months, reflecting foreign investors' expectation of falling share prices and perhaps also of a stable or weakening yen exchange rate.

The relatively low Japanese interest rates have no doubt helped to stimulate the outflow of capital from Japan. However, interest rate differentials have not in general widened in recent months. So interest rate developments do not seem to have been a significant factor in the recent weakness of the yen.

Exchange rate expectations have probably been more influential. After the sharp appreciation of the yen and policy actions taken by the Japanese authorities, Japanese investors may have found it reasonable by the middle of 1986 to expect some pause in the appreciation of the yen.

To the Japanese market a temporary stabilisation of the yen/dollar rate may have seemed plausible as, on several occasions in the past, the Japanese authorities had succeeded in stemming the rise of the yen and holding the dollar rate relatively stable for a period. Market expectations that the Japanese authorities wished, and might be able, to stabilise the dollar rate were supported by numerous public statements to that effect and by large-scale sales of yen against US dollars by the Bank of Japan - amounting to US\$ 12 billion from April 1986 until August 1986, when the dollar rate was in fact stabilised. The Baker/Miyazawa accord may be part of the Japanese strategy for stabilising the dollar rate, although it should be noted that this agreement was reached only after the weakening of the yen had already started and, apart from some initial announcement effect, it is far from clear what the real content of the agreement is.

4. Likely future development of the yen

According to the recent OECD forecast based on the economic policies now foreseen in the major countries it seems that the Japanese current account surplus will continue at a very high level for some years to come. In contrast, the OECD expects a significant reduction in the current

account surplus of the Community countries. In the absence of other decisive measures, a resumption of the appreciation of the yen would be necessary to ensure a substantial reduction of the Japanese current account surplus.

It is therefore likely that the yen will strengthen further, but it is impossible to predict when this will occur. There may still be potential for a very big long-term capital outflow from Japan which could be released by the authorities through further liberalisation measures, making it possible to neutralise the current account surplus for some time. On the other hand, the unwinding of foreign investment in Japanese shares must come to an end sooner or later and there may even be new net foreign investment in Japan. This would, of course, help to strengthen the yen.

The outflow of long-term capital from Japan has traditionally been directed primarily into US dollar assets. If Japanese investors should shift a part of this outflow to Community currencies, this would strengthen these currencies against the dollar - and against the yen.

On the other hand, the correction of the large US trade deficit is generally considered likely to necessitate some further depreciation of the US dollar. If Japan, under these circumstances, should succeed in keeping the yen/dollar rate stable, the result would be a further weakening of the yen against the European currencies. It is, however, doubtful whether the United States - despite the Baker/Miyazawa agreement - would find it acceptable to allow the currency of the biggest exporter to the United States to be exempted from a general weakening of the dollar.

5. Implications of the development of the yen for the EMS and for Community economies

The weakening of the yen has until now been so modest and so brief that the effect on the EMS and on the Community economies has been small.

It is not excluded that the yen will soon strengthen again, and in that case the problems would be solved for the present.

It is, however, also possible that the yen will continue at its present weak level against the European currencies or perhaps weaken further. Such a development would be likely to have serious implications for Community currencies if it lasted for a longer period.

First, a continued weakening of the yen against EEC currencies might induce Japanese exporters to switch a part of their exports from the American market to Europe. This would increase the penetration of Japanese exports which has already been observed in several European markets and would have obvious implications for both balance of payments and domestic output in Community countries. These, however, are questions of trading relationships between Europe and Japan and fall more into the political than monetary sphere.

Second, an increase in Japanese capital flows to Europe might have implications for the EMS, even if it were not accompanied by a weakening of the yen. As it is unlikely that Japanese investments in Europe will be distributed between the European currencies in relation to the importance of their markets, the result could easily be increased tension in the EMS. Normally, a capital inflow to the EMS countries would be tantamount to a strengthening of the Deutsche Mark. If the inflow were to come from Japan this consequence would not be so certain. For institutional reasons Japanese investors seem to pay particular importance to a high nominal interest rate and this might make some of the other EMS currencies with high interest rates look more attractive. Indeed, recent Japanese investments in European currencies seem to have been directed, inter alia, towards investments in ECU denominated securities.

6. Possible Community action to counteract further depreciation of the yen

A number of possibilities are open to Community monetary authorities to counteract a further depreciation of the yen.

Since it would be difficult or, at best, slow to influence the current accounts of Japan, Europe and the United States, action should be directed at influencing capital movements. The main aim must be to make it less attractive for capital to flow out of Japan to ensure that the current account surplus results in a reasonable strengthening of the yen. It is also important to ensure that capital imports to the United States are sufficient to limit any further weakening of the dollar.

Capital movements are basically influenced by interest rate differentials, exchange rate expectations and by changes in any remaining restrictions.

(a) Interest rate policy

Theoretically, it would be helpful if rates were raised in Japan and the United States. This is, however, very unlikely under present circumstances and in any case it is outside the direct influence of the Community.

Interest rate differentials could, however, also be influenced by a reduction in Community interest rates. A further reduction of official interest rates in Germany appears to be unlikely at present and the other EMS countries are not in a position to lower their rates in relation to German rates. Furthermore, the authorities' ability to influence long-term interest rates is limited.

(b) Intervention policy

If it were possible to influence directly expectations of exchange rate movements, such expectations would tend to release capital movements, which would make those expectations come true. Expectations could perhaps be influenced by official statements, although experience seems to show that statements alone at best have a very limited effect. If statements were followed by decisive interventions they might improve the likelihood of a concrete effect. Interventions should be used only as a temporary measure to check exchange rate deviations from a level which appears to be consistent with economic fundamentals. In the case of the yen, recent exchange rate movements indeed may appear to be inconsistent with economic fundamentals. Since it has been the policy of Japanese authorities to stabilise the yen against the US dollar (which has implied a weakening against Community currencies), Community interventions to strengthen the yen could create a conflict at the political level.

(c) Possible co-operation between Community currencies and Japan and the United States

Many of the measures which could be helpful from a Community point of view would have to be taken or supported by Japan. Some of these measures are:

- agreed intervention, for instance to prevent a further fall of the yen against Community currencies;
- limitations on capital outflows from Japanese institutional investors, for instance by delaying further liberalisation of the rules for institutional investment; and

- measures which would make it more attractive for foreigners to invest in Japan.

However, some doubts may be expressed about the feasibility of these measures; they would amount to a common yen policy which would not involve any fewer problems than would a common dollar policy. Furthermore, any statement on exchange rate relations between Community currencies and the yen would probably have a lasting effect only if it were supported by Japan.

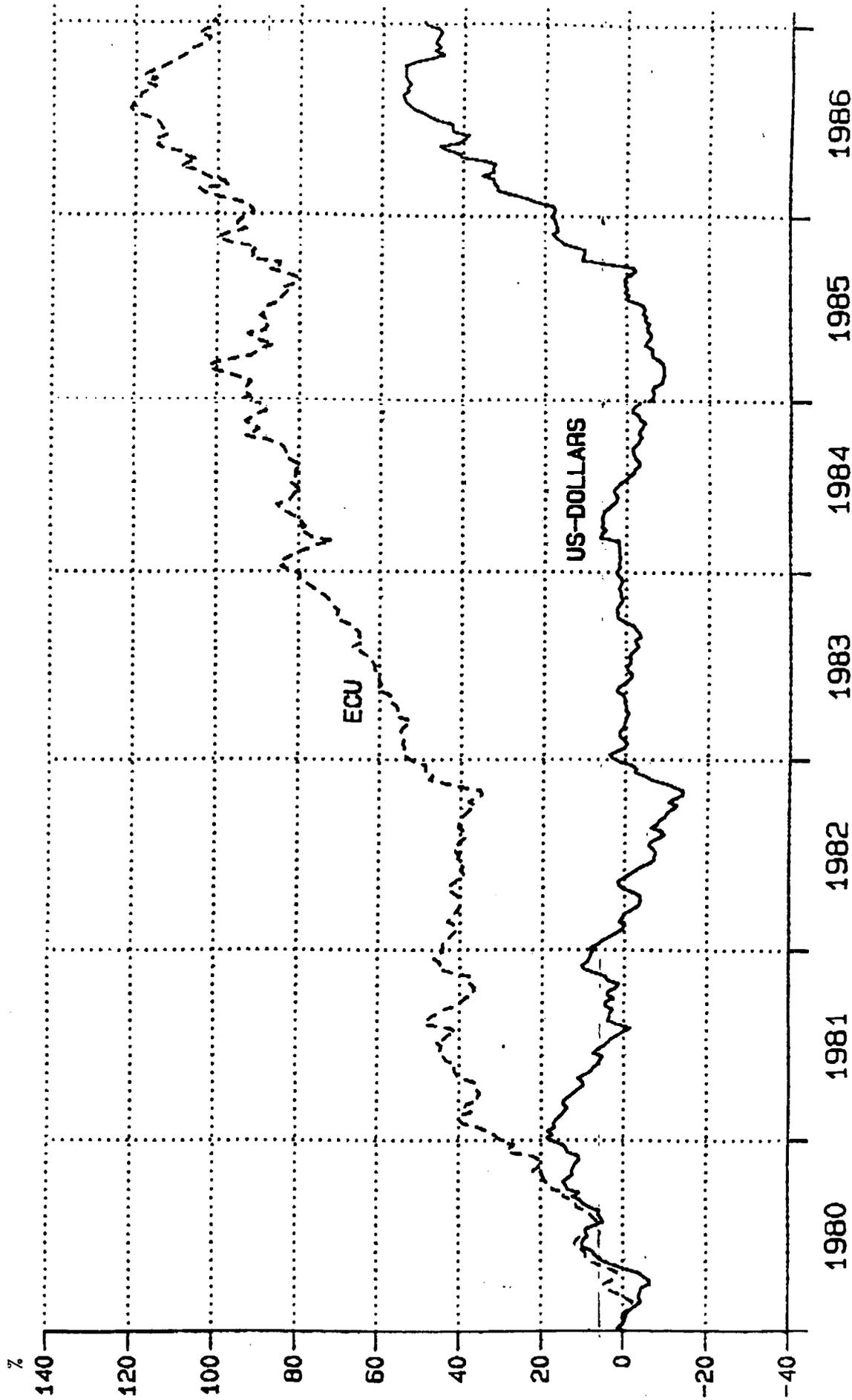
It should be noted that in view of the existing US/Japan accord, agreements between the EEC and Japan would normally have to be endorsed by the United States.

7. Conclusions

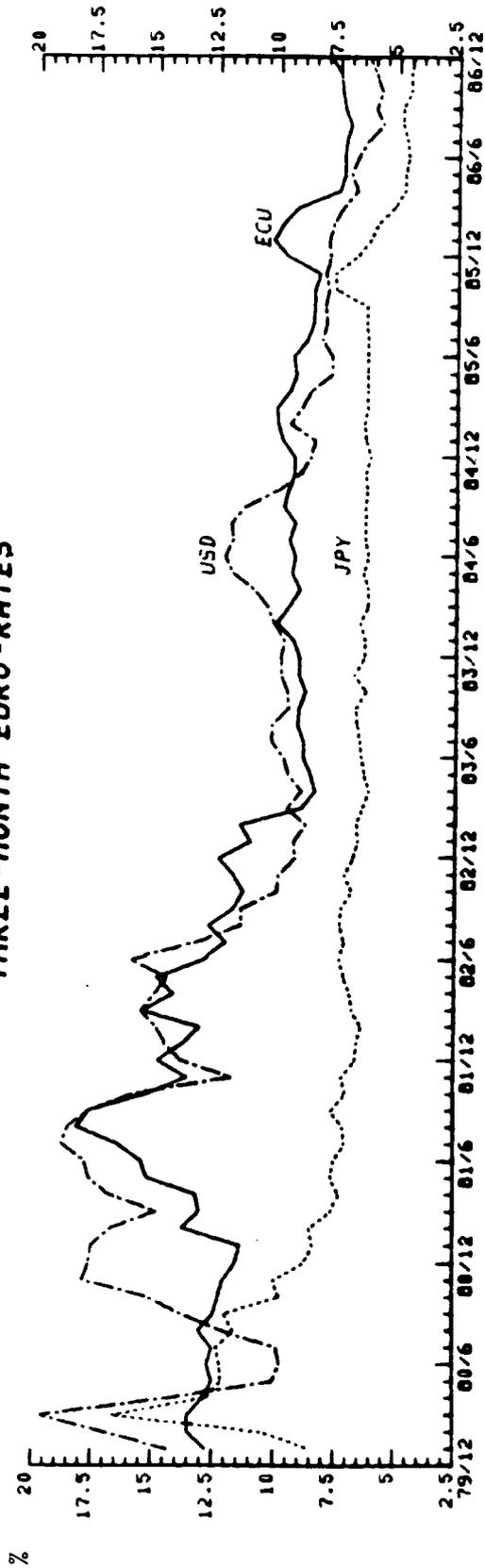
The weakening of the yen against European currencies since July 1986 has been slight in the light of its longer-term appreciation. Its effect on Community countries and the EMS has so far been small. In view of the very strong current account position the likely longer-term outlook is for a strengthening of the yen. It cannot be excluded, however, that the weakening of the yen will persist for some time. This could have a significant effect on the trade balance between Europe and Japan. If Japanese investors were to switch their preference for US dollar assets to Community currency denominated assets tensions within the EMS exchange rate mechanism could result. If the European monetary authorities should wish to influence the yen exchange rate they could choose from action on interest rates, intervention and co-operation with Japan and the United States as a monetary policy response. All these approaches, however, have limitations either of an operational or political nature or both.

NOMINAL EXCHANGE RATES OF THE YEN

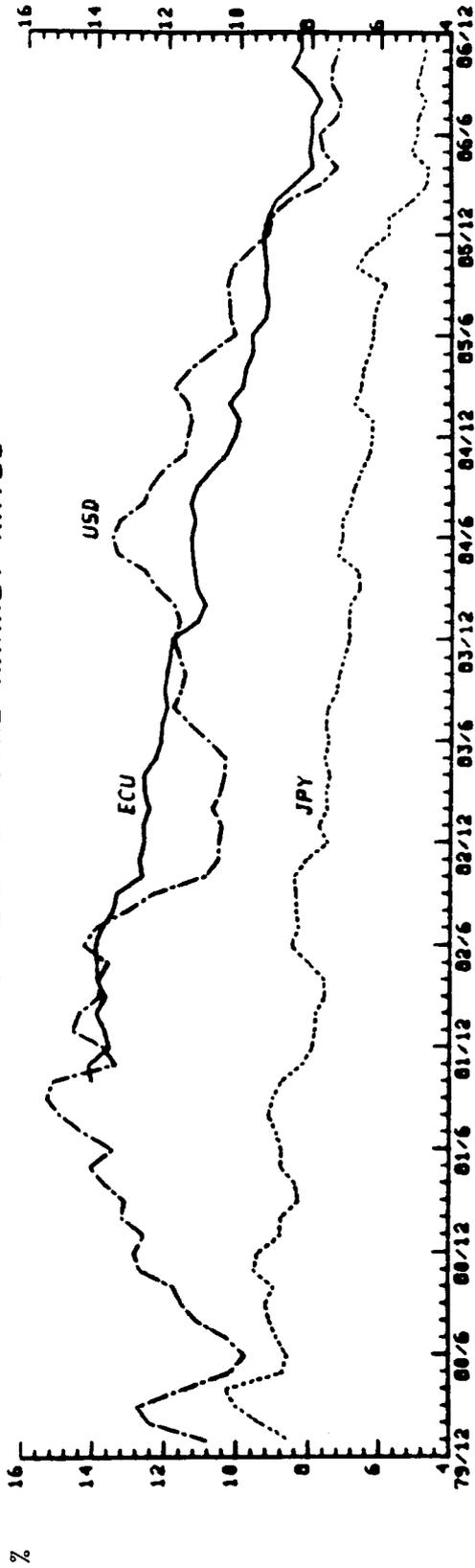
ECU and US-dollars per Yen, changes since 1st January 1980



INTEREST RATES THREE-MONTH EURO-RATES

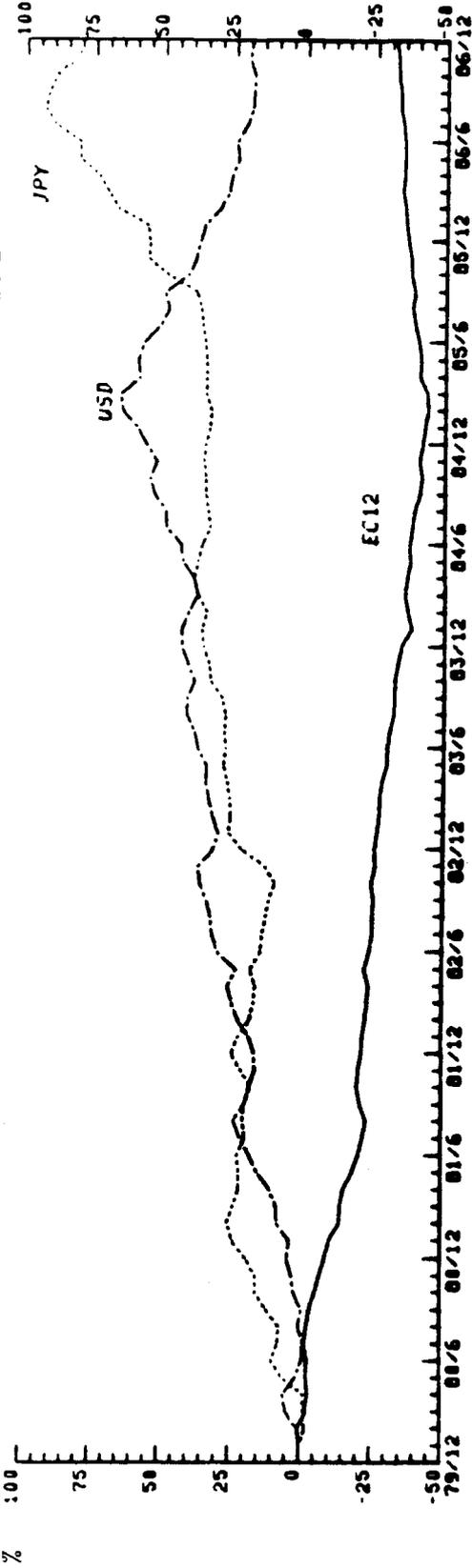


LONG TERM CAPITAL MARKET RATES

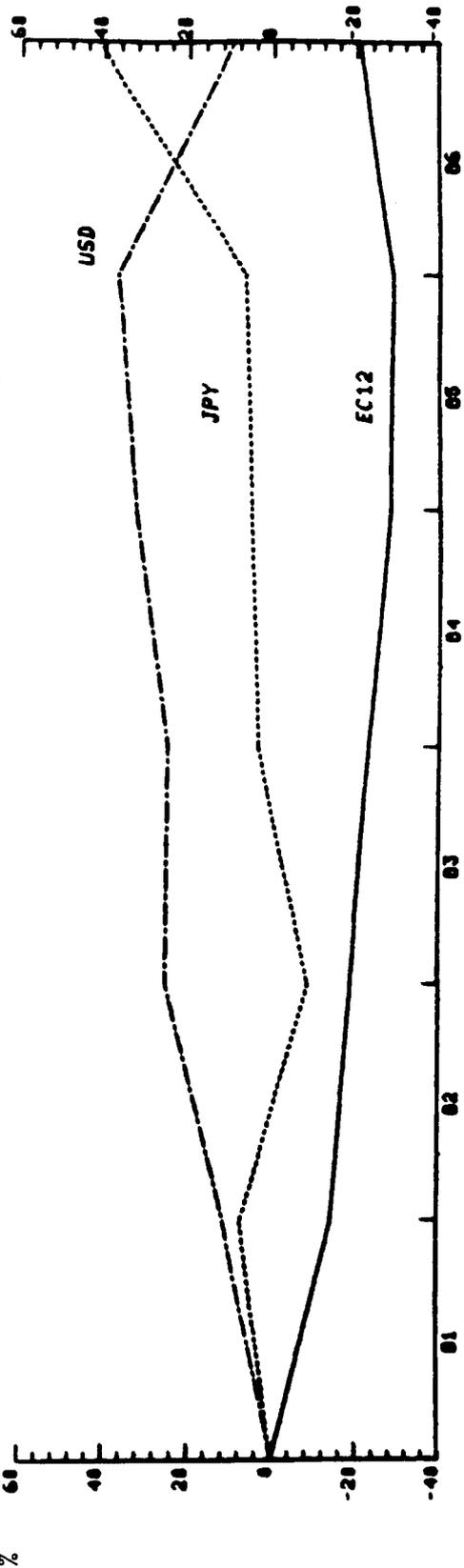


Source: BIS data bank.

CHANGES IN EFFECTIVE EXCHANGE RATES SINCE 1980 NOMINAL EFFECTIVE EXCHANGE RATES (MONTHLY AVERAGES)



DEFLATED BY CHANGES IN UNIT LABOUR COSTS (ANNUAL AVERAGES) *



*Figures for 1986 are forecasts drawn up in October 1986.

Source: Commission departments.

Balance-of-payments, 1980-86.
in billions of US \$

	1 9 8 6															
	Jan.	Febr.	March	April	May	June	July	Aug.	Sept.	Oct.						
Trade balance (fob/fob)	2.1	20.0	18.1	31.5	44.3	56.0	2.4	4.8	7.4	7.7	8.3	7.8	8.7	8.1	9.8	8.7
of which:																
United States 1	7.0	13.3	12.2	18.2	33.1	39.5	2.9	3.7	3.8	4.8	4.0	3.9	4.5	4.4	4.8	5.0
EEC 1	8.8	10.3	9.5	10.4	10.2	11.1	1.0	1.5	1.6	1.4	1.5	1.3	1.6	1.6	1.9	1.0
Energy imports 1	-57.7	-58.9	-52.1	-44.9	-44.7	-39.8	-3.2	-3.7	-2.9	-2.2	-1.5	-1.5	-1.5	-1.4	-1.4	-1.6
Current-account balance	-10.7	4.8	6.9	20.8	35.0	49.2	1.9	3.9	6.8	7.8	7.6	7.7	8.0	7.1	9.1	8.3
Long-term capital, net	2.3	-9.7	-15.0	-17.7	-49.7	-64.5	-7.2	-8.1	-3.7	-12.1	-9.9	-6.8	-12.0	-13.2	-13.4	-16.3
of which:																
Investment abroad: Direct	-2.4	-4.9	-4.6	-3.6	-6.0	-6.4	-0.7	-0.6	-1.2	-0.5	-1.2	-0.7	-1.1	-1.1	-1.0	-1.6
- Portfolio	-3.7	-8.8	-9.7	-16.0	-30.8	-59.8	-6.3	-7.0	-6.3	-11.8	-8.9	-5.8	-9.2	-8.2	-11.2	-8.1
- Others	-4.7	-9.1	-13.1	-12.8	-20.0	-15.6	-0.7	-0.9	-1.5	-1.7	-0.9	-1.0	-1.2	-1.3	-1.8	-1.3
Investment at home: Direct	0.3	0.2	0.4	0.4	-0.0	0.6	0.0	0.0	0.1	-0.0	0	0.1	0.0	-0.0	-0.0	0.0
- Portfolio	13.1	13.2	11.9	14.1	7.2	16.8	0.5	0.4	5.2	1.9	1.1	0.7	-0.5	-2.5	0.6	-5.3
- Others	-0.3	-0.3	0.1	0.2	-0.1	-0.1	0.0	-0.0	0.0	0.0	-0.0	-0.0	0.0	-0.1	-0.0	0.0
Short-term capital, net 2	15.7	9.0	-2.1	-3.7	13.0	7.8	7.8	3.0	-1.6	2.9	2.9	3.0	10.2	6.7	5.5	8.2

1 On a custom basis (fob/cif). 2 Includes authorized foreign exchange banks.