

PROTOKOLL^{*}

DER 203. SITZUNG DES AUSSCHUSSES DER PRAESIDENTEN
DER ZENTRALBANKEN DER MITGLIEDSTAATEN
DER EUROPÄISCHEN WIRTSCHAFTSGEMEINSCHAFT
BASEL, DIENSTAG, 11. FEBRUAR 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 Präsident der Deutschen Bundesbank, Herr Pöhl, begleitet von den Herren Gleske und Rieke; der Gouverneur der Bank von Griechenland, Herr Chalikias, begleitet von den Herren Papademos und Zarifopoulos; der Gouverneur der Banco de España, Herr Rubio, begleitet von den Herren Sanchez-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 Herrn Reynolds; der Gouverneur der Banca d'Italia, Herr Ciampi, begleitet von den Herren Dini und Maserà; der Präsident der Nederlandsche Bank, Herr Duisenberg, begleitet von den Herren Szász und Brockmeijer; der Gouverneur der Banco de Portugal, Herr Ribeiro Constâncio, begleitet von den Herren Azeredo Vaz Pinto und Saldanha do Valle; der Präsident der Kommission der Europäischen Gemeinschaften, Herr Delors, begleitet von den Herren Russo, Mingasson und Vignon; der Generaldirektor des Luxemburgischen Währungsinstituts, Herr Jaans. Zugegen ist ferner Herr Dalgaard, Vorsitzender der Expertengruppe. Ebenfalls anwesend sind der Generalsekretär des Ausschusses, Herr Morelli, und sein Beigeordneter, Herr Bascoül, sowie die Herren Scheller und Cook und die Herren Bockelmann und Dagassan.

* Endgültige, in der Sitzung vom 11. März 1986 gebilligte Fassung, die gegenüber dem Entwurf nur einige Aenderungen redaktioneller Art aufweist.

I. Billigung des Protokolls der 202. Sitzung

Der Ausschuss billigt einstimmig das Protokoll der 202. Sitzung, vorbehaltlich einiger Aenderungen redaktioneller Art, die im endgültigen Text Berücksichtigung finden.

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

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

Herr Dalgaard kommentiert den dem Protokoll beigefügten Bericht und hebt insbesondere die folgenden Elemente hervor:

- zum ersten Mal berücksichtigt der Bericht die Entwicklung der spanischen Peseta und des portugiesischen Escudo, und die Tabellen enthalten die Interventionsbeträge der beiden betreffenden Zentralbanken;
- die Nettoverkäufe von Dollars waren relativ bescheiden (\$ 1,6 Mrd.), sehr viel höher dagegen die von D-Mark (\$ 3,6 Mrd.);
- die Spannungen im EWS hielten an; drei Währungen änderten ihre Position im Kursband spürbar: die italienische Lira, die sich ein wenig festigte, und vor allem das irische Pfund und die dänische Krone, die sich deutlich abschwächten; die übrigen vier Währungen - die D-Mark, der Gulden, der französische Franc und der belgische Franc - hielten sich auf ihren Positionen; zugunsten der beiden letztgenannten Währungen waren - manchmal bedeutende - Stützungsinterventionen erforderlich, und deren Zinssätze am Euromarkt zogen stark an;
- das Pfund Sterling hat im Zusammenhang mit dem Sturz des Erdölpreises und trotz der Anhebung der "base rate" um 1 Prozentpunkt Anfang Januar ständig an Wert verloren.

Herr Ciampi erklärt, in Italien hätten die Operateure im Zusammenhang mit den Gerüchten über eine Leitkursanpassung oft ihre Fremdwährungsbankschulden in Lirekredite umgewandelt. Dadurch kam es wegen des Saldenausgleichs zu beträchtlichen Bewegungen in der Zahlungsbilanz und zu Devisenverlusten in Höhe von \$ 7-8 Mrd. innerhalb von fünf Monaten, wobei sich die Abflüsse stark auf den Dezember und die ersten Januarwochen konzentrierten. Da die Bewertung der Lira im EWS als angemessen betrachtet wird, insbesondere angesichts der Eckdaten und der Leistungsbilanz, intervenierte die Banca d'Italia mit hohen Beträgen zur Stabilisierung ihrer Währung. Ein schärferes Vorgehen erwies sich jedoch als nötig, und Mitte Januar trafen die Regierung und die Banca d'Italia Massnahmen, um die Leads and lags im Aussenhandel zu bremsen und die Umwandlungen von Devisenschulden in Lirekredite zu stoppen. Ueberdies wurde die Verzinsung der Schatzwechsel vor allem im kurzfristigen Bereich erhöht. Diese Massnahmen wurden angesichts anormaler Umstände ergriffen; sie sind temporärer Natur und stellen keine Meinungsänderung im Hinblick auf das Ziel - die allmähliche Lockerung der Devisenreglementierungen und die vermehrte Anwendung von Instrumenten der indirekten Kreditregulierung - dar. Diese Massnahmen erwiesen sich als bemerkenswert wirksam, denn die Lira erholte sich und trotz des weiterhin sinkenden Dollarkurses konnten wieder Reserven aufgebaut werden.

Herr Hoffmeyer bezieht sich auf die Aussage von Herrn Dalgaard, dass der Markt vom günstigen Ausgang der dänischen Abstimmung über die Aenderungen des Vertrags von Rom überzeugt sei; er erklärt, dass viel von der Klugheit der dänischen Bürger und auch von den Argumenten abhängt, mit denen die Politiker die Meinungen zu gewinnen versuchen.

Herr Ó Cofaigh berichtet, man habe, um dem starken Druck auf das irische Pfund - der bedeutende Interventionen nötig machte - zu begegnen, im Februar zusätzlich zu den schon im Januar eingeführten Massnahmen noch weitere ergriffen. So sei der Zinssatz Anfang Februar um 2 Prozentpunkte angehoben worden, nachdem er schon im Januar um 1 1/2 Punkte erhöht worden sei; die "free market arrangements" mit den Geschäftsbanken seien suspendiert worden, was diese gezwungen habe, ihre Prime rate um 3 Punkte anzuheben; die Geschäftsbanken seien aufgefordert worden, die Sätze auf den Einlagen von Grosskunden kräftig zu erhöhen. Einige dieser

Massnahmen ergänzten die Beschränkung der Devisentermingeschäfte der Banken und führten somit zu einer klaren Verteuerung der Termindeckungsgeschäfte. Wenn es auch noch zu früh sei, um die Wirksamkeit der ergriffenen Massnahmen zu beurteilen, seien die ersten Anzeichen doch ermutigend; insbesondere sei das Interventionsvolumen während der ersten Februartage deutlich niedriger als vorher gewesen.

Der Vorsitzende weist darauf hin, dass die Anfang Januar erfolgte Erhöhung der "base rate" in Grossbritannien die Antwort der Behörden auf die interne Wirtschafts- und Währungslage und eine Vorwegnahme der Auswirkungen des Oelpreiszerfalls auf das Pfund Sterling sei. Die Behörden wollten sich jedoch soweit als möglich einer weiteren Erhöhung der Zinssätze widersetzen; sie seien nämlich der Meinung, dass diese schon jetzt ausserordentlich hoch seien und dass die Spannungen eher mit einem Nachgebenlassen des Wechselkurses bekämpft werden sollten. Es sei jedoch weiterhin Wachsamkeit geboten, vor allem im Rahmen der Inflationsbekämpfung. Bisher habe sich der Wertverlust des Pfund Sterling in annehmbaren Grenzen gehalten, und die Interventionen auf dem Devisenmarkt waren unbedeutend.

Der Vorsitzende schliesst die Diskussion mit der Feststellung, dass der Ausschuss den Bericht billigt und dieser wie üblich den Finanzministern der EG-Länder zugestellt werden wird.

III. Gedankenaustausch über die Dollarkursentwicklung und ihre Auswirkungen auf das EWS

Der Vorsitzende schlägt vor, zuerst Herrn Bockelmann das Wort zu erteilen und dann Herrn Loehnis zu bitten, den Kommentar der Stellvertreter darzulegen.

A. Referat von Herrn Bockelmann

Seit drei Jahren sind die nominalen Wechselkurse im EWS in einem noch nie dagewesenen Masse stabil geblieben. Lange wurde diese Situation der Schwäche der D-Mark gegenüber dem Dollar zugeschrieben, die - hiess es - sich auch im EWS auswirkte und die Kohäsion der beteiligten Währungen erleichterte. Eine Bestätigung dieser Erklärung scheint

durch die Tatsache gegeben, dass im System wieder gewisse Spannungen aufgetreten sind, kurz nachdem der Dollar gegenüber der D-Mark an Wert zu verlieren begann. Wie später noch erläutert wird, wäre diese Wechselkursstabilität ohne den hohen Grad an Konvergenz innerhalb des EWS undenkbar gewesen.

Von den zwölf verteilten Tabellen und Grafiken (vgl. Beilage) zeigt Grafik 1 die Entwicklung des Dollars gegenüber seinen beiden wichtigsten Konkurrenzwährungen, der D-Mark und dem Yen, seit Anfang 1985; nach dem absoluten Höchststand von Ende 1985 gab der Dollarkurs - abgesehen von einer Erholungsphase im August/September 1985 - mehr oder weniger schnell nach, und diese Entwicklung beschleunigte sich nach der Uebereinkunft der Fünfergruppe; Anfang Februar 1986 war der Dollar auf einem seit langem nicht mehr erreichten Tiefstand gegenüber der D-Mark, dem Yen und dem Schweizer Franken angelangt. Im gewogenen Mittel war die Abwertung des US-Dollars wegen des Wertverlusts des kanadischen Dollars und der Bedeutung dieser Währung für den Handel der Vereinigten Staaten schwächer. Alles in allem kann man sagen, dass die "kontrollierte" Abwertung des Dollars auf geordnete Weise, ohne Anzeichen eines jähen Vertrauensschwunds, erfolgte. Diese Entwicklung muss teilweise der Währungspolitik der drei wichtigsten Länder zugeschrieben werden, durch die vermieden wurde, den Devisenmärkten falsche Signale zu geben. In den Vereinigten Staaten wurde der Zinssatz für Federal funds angehoben, und die seit langem erwartete Herabsetzung des Diskontsatzes unterblieb. Generell hat sich das Gefälle der kurzfristigen Zinssätze zwischen Dollar, D-Mark und Yen, das sich im November und Dezember 1985 tendenziell abgeflacht hatte, wieder zugunsten des Dollars vergrößert. Trotz des bisherigen Erfolgs der durchgeführten Aktionen ist es unmöglich vorherzusagen, wie sich die Wechselkurse entwickeln würden, überliesse man sie künftig völlig dem Spiel der Marktkräfte - was freilich nicht beabsichtigt ist. Der Aussenfinanzierungsbedarf der Vereinigten Staaten wird wahrscheinlich zunehmen, da der J-Kurven-Effekt das Defizit der Leistungsbilanz vorübergehend ansteigen lassen wird, bis der zeitverschobene Einfluss eines schwächeren Dollars sich beim Aussenhandelsvolumen selbst zeigt. Andererseits hat der Kursrückgang des Dollars bisher keine übermäßig schädlichen Auswirkungen auf die Entwicklung der Preise in den USA gehabt (bis zu einem gewissen Grad wahrscheinlich wegen der sinkenden Erdölpreise), was zur Erhaltung des Vertrauens in

den Dollar beitragen könnte. Der Zufluss privaten Kapitals in die Vereinigten Staaten könnte sich daher in ausreichendem Masse fortsetzen.

Die grosse Stabilität der Wechselkurse im EWS ist viel eher auf Entwicklungen innerhalb des Systems als auf den Einfluss der Dollar-kursbewegungen zurückzuführen. Aus den Tabellen 2-6 geht das Ausmass der zwischen den EWS-Partnerländern in bezug auf einige Wirtschaftsindikatoren erreichten Konvergenz hervor. Aus Tabelle 2 über das reale Bruttoinlandsprodukt ersieht man z.B. einen Rückgang der Standardabweichung zwischen 1982 und 1985; diese Abweichung ist ein nützliches Instrument zur Untersuchung der Konvergenz. Der Variationskoeffizient, der das Durchschnittsniveau einbezieht, hat sich noch stärker reduziert. Tabelle 3 über die Verbraucherpreise zeigt, dass die Standardabweichung kleiner geworden, der Variationskoeffizient aber relativ stabil geblieben ist. Eine ähnliche Entwicklung zeigt sich bei der Entlohnung pro Arbeitnehmer (Tabelle 4), der Geldmenge (Tabelle 5) und den langfristigen Zinssätzen (Tabelle 6).

Die Tabellen 7 und 8 über die Arbeitslosigkeit und den Nettokreditbedarf der öffentlichen Hand zeigen dagegen eine andere Tendenz. Die Arbeitslosigkeit hat zwischen 1979 und 1982 stark zugenommen; seither ist sie durchschnittlich zwar etwas geringer gestiegen, aber die Standardabweichung ist seit 1982 grösser geworden. Der Nettokreditbedarf des Staates weist zwar verglichen mit 1982 eine gewisse Konvergenz auf, nicht jedoch, wenn 1979 zum Vergleich herangezogen wird.

Selbst wenn man die im Lauf der letzten drei Jahre erzielten bemerkenswerten Fortschritte bei der Konvergenz berücksichtigt, verursachen die - z.B. bei der Inflation - kumulierten Differenzen erhebliche Abweichungen bei den realen Wechselkursen. Die Grafiken 9, 10 und 11 zeigen die nominalen und realen bilateralen Wechselkurse der EWS-Währungen und des Pfund Sterling gegenüber der D-Mark und lassen eine reale Aufwertung gewisser Währungen erkennen. Es ist allerdings zu beachten, dass das Inflationsgefälle kein Massstab für die jeweilige Wettbewerbsfähigkeit der Wirtschaft ist, wie sich daraus ersehen lässt, dass einige Länder, deren Währungen real an Wert gewannen, eine bemerkenswerte Verbesserung ihrer Leistungsbilanz verzeichneten (s. Tabelle 12).

Auch wenn man von den wirtschaftlichen Eckdaten absieht, scheint es, dass die Devisenmärkte einer eigenen Logik folgen. Die Marktteilnehmer wissen, dass das EWS ein System fester, aber anpassbarer Wechselkurse

darstellt; sie sind sich bewusst, dass sie nach einer Leitkursanpassung einige Zeit von höheren Nominalzinsen profitieren können, aber ihr Vertrauen schwindet allmählich, da sie, wenn schon nicht den genauen Zeitpunkt, so doch die Richtung eines Realignments ziemlich genau zu kennen glauben. Eine Annäherung der Zinssätze kann diesen Prozess sogar noch beschleunigen. Die Stabilität muss sich immer mehr auf Interventionen an den Devisenmärkten stützen, die nie völlig unbemerkt vonstatten gehen und sogar als Zeichen eines kommenden Realignment gedeutet werden, sobald sie ein grosses Volumen erreichen. Zur gleichen Erscheinung kommt es, wenn die Zinssätze an den Euromärkten stark anziehen. Es bleibt daher abzuwarten, ob die leichte Beruhigung, die Anfang Februar auf den Devisenmärkten beobachtet wurde, Bestand haben wird.

B. Referat von Herrn Loehnis

Nach dem Vortrag von Herrn Bockelmann hatten die Stellvertreter eine ausführliche Diskussion, die wie folgt zusammengefasst werden kann:

Was das EWS betrifft, hat der Zerfall des Dollarkurses bisher das System nicht ernstlich zu erschüttern vermocht, und die Spannungen blieben im grossen und ganzen beschränkt. Diese Robustheit hat sich anscheinend sogar verstärkt, da die Wirtschaftspolitik und die wirtschaftlichen Eckdaten vermehrt konvergieren; die Haushaltspolitik ist allerdings der Bereich, wo am wenigsten Erfolge zu verzeichnen sind. Wachsende Ungleichheiten könnten sich auch auf andere Bereiche auswirken. Nichts scheint jedoch zum gegenwärtigen Zeitpunkt eine Leitkursanpassung im EWS zu rechtfertigen, da die Leistungsbilanzsituation der wichtigsten Partnerländer Deutschlands sich verbessert.

Die Reaktion der Märkte auf die Veränderungen der Kursrelationen zwischen dem Dollar und den EWS-Währungen und auf politische Ereignisse ist ein ganz anderes Kapitel. Eine Senkung der deutschen Zinssätze könnte zur Stabilität des EWS beitragen und würde es anderen Ländern ersparen, zum Schutz ihrer Währungen ihre Zinssätze übermässig anheben zu müssen. Jede erneute Zinssatzsenkung in Deutschland müsste jedoch mit innenpolitischen Erwägungen vereinbar sein und hängt auch von der künftigen Entwicklung des Dollarkurses ab.

Was letztere angeht, ist man sich offenbar allgemein darüber einig, dass der Kurs jetzt ein befriedigendes Niveau erreicht hat und dass der 1985 und Anfang 1986 erfolgte Kursrückgang ohne starke Ausschläge vor sich gegangen ist. Selbst wenn ein weiterer Rückgang sich als notwendig erweisen könnte, insbesondere auf längere Sicht, würden weder die europäischen Länder noch die Vereinigten Staaten bei einem jähen Sturz in nächster Zukunft etwas gewinnen.

Die Amerikaner sind unschlüssig, denn ein solcher Sturz würde die Auswirkungen der J-Kurve auf die Leistungsbilanz verstärken; eine Verbesserung der Leistungsbilanz wird im übrigen aufgrund des "Rudman-Gesetzes" erwartet. Anlässlich des letzten Zusammentreffens der Fünfergruppe Mitte Januar wurde die Wünschbarkeit einer Zinssatzsenkung unterstrichen, aber offenbar zögert man, etwas zu unternehmen, mit Ausnahme Japans, das kürzlich seine offiziellen Sätze gesenkt hat. In den Vereinigten Staaten stellt sich Zinssatzsenkungen die Notwendigkeit der Geldmengenkontrolle (die Geldmengenaggregate befinden sich schon in rascher Expansion) und der Finanzierung des Leistungsbilanzdefizits entgegen. Manche Stellvertreter sind jedoch der Ansicht, dass diese Besorgnisse wahrscheinlich übertrieben sind, da ja dank dem Sturz der Oelpreise die aussenwirtschaftliche Position Japans sich verbessert und infolgedessen das Volumen der potentiell in die Vereinigten Staaten fließenden Anlagekapitalien zunimmt. Andererseits könnte ein Wiederaufleben der Inflation in diesem Land die Erwartungen bezüglich der Wechselkurse und die Währungspräferenzen ändern.

Schliesslich schlagen die Stellvertreter vor, dass die Zentralbankpräsidenten die Kursrelationen zwischen dem japanischen Yen und den europäischen Währungen in Betracht ziehen. Wie Herr Bockelmann gesagt hat, hat es bei diesen Relationen während des ganzen Zeitraums von Anfang 1985 bis Ende Januar 1986 praktisch keine Veränderungen gegeben. Es ist jedoch immerhin möglich, dass eine Veränderung bei den Leistungsbilanzpositionen zwischen Europa und Japan eintreten könnte, wenn der Verlust an Wettbewerbsfähigkeit der japanischen Wirtschaft gegenüber den Vereinigten Staaten zu einer stärkeren Konkurrenz Japans in Europa führt.

C. Diskussion des Ausschusses

Der Vorsitzende ruft in Erinnerung, dass die Probleme der Entwicklung des Dollars und des EWS vom Ausschuss vor gerade einem Jahr geprüft worden sind, bevor der Dollar seinen Höchststand erreichte; man habe sich damals gefragt, wie man den Anstieg des Dollars bremsen oder sogar durch konzertierte Interventionen einen Kursrückgang herbeiführen könnte. Seither habe der Dollar in geordneter Weise mehr als 30% an Wert verloren. Es stellten sich jedoch mehrere Fragen. Die Stabilität der nominalen Wechselkurse im EWS ist weitgehend der Verbesserung der Konvergenz zugeschrieben worden; aber sei man an die Grenzen dieses Gebiets gestossen? Die von Herrn Bockelmann erwähnte dem Markt eigene "Logik" führe zur Frage, wie stark der Druck ist, den der Markt auf die Behörden ausübt. Könne man etwas gegen unbedachte Bewegungen tun? Welches sei der Handlungsspielraum der Länder mit starker und jener mit schwacher Währung? Könne man die Konvergenz noch verbessern, um zu einem dauerhafteren Gleichgewicht zu gelangen, oder sei die Konvergenz in gewissen Ländern um den Preis wachsender innerer Ungleichgewichte, z.B. zu hoher Zinssätze, schon verwirklicht? Das sei nun eine ganze Reihe von Fragen, nicht zu vergessen die Relationen Dollar/EWS und Dollar/Yen.

Herr Camdessus hat dazu mehrere Anmerkungen. Zunächst einmal sei die Frage über die Erreichung der Grenzen der Konvergenz ein wenig schockierend; der Prozess sei ja erst an seinem Anfang, da in den Ländern des EWS die Inflationsraten zurückgingen und sich einander annäherten, die Zahlungsbilanzen ins Gleichgewicht kämen und sogar auf Ueberschüsse tendierten und die Wirtschaft sich erhole. Die Konvergenz werde noch Auswirkungen zeitigen, aber es sei nicht sicher, ob die Märkte eine solche Entwicklung wirklich begriffen. Es sei daher angebracht, klare und konvergierende Aussagen zu machen, wie seit dem vergangenen September betreffend den Dollar. Natürlich könne es manchmal falsche oder schwieriger zu erklärende Signale geben. Beispielsweise seien im Januar die Euro-Franc-Zinsen für kurze Laufzeiten ziemlich deutlich gestiegen, zu einem Zeitpunkt, als die inländischen Zinssätze stabil waren und der Franc auf dem Markt keinem starken Druck ausgesetzt war. In der Tat konnte diese Erscheinung nur zu einem kleinen Teil mit Spekulationen im Zusammenhang mit den kommenden Wahlen erklärt werden und war im wesentlichen die Folge

der italienischen Massnahmen. Diese, die im übrigen sehr nützlich gewesen seien, hätten zu bedeutender Kreditaufnahme italienischer Unternehmen auf dem Euro-Franc-Markt geführt, dessen geringe Breite das Ansteigen der Zinssätze erkläre.

Es gebe noch ein anderes wichtiges Phänomen, über das die öffentliche Meinung ebenfalls aufgeklärt werden sollte, nämlich das Ueberschreiten der Zielvorgaben für die Geldmengenexpansion in fast allen Ländern, wenn auch in unterschiedlichem Ausmass. So liege in Frankreich die Ausweitung der Geldmenge (+ 7-7,1% im auf Dezember 1985 ausgerichteten Quartalsdurchschnitt) deutlich über der Zielvorgabe von 4-6%. Diese verbreitete Erscheinung des starken Geldmengenwachstums sollte geprüft werden - vielleicht könnte Herr Bockelmann dabei helfen -, damit die öffentliche Meinung aufgeklärt werden kann. Man könne sich fragen, ob die Sache nicht wenigstens teilweise damit erklärt werden könne, dass man die finanzielle Innovation oder die durch das amerikanische Defizit geschaffene enorme Dollarmasse nicht genügend berücksichtigt habe.

Viel schwieriger sei die Antwort auf die Frage, wie man auf die gegenwärtige und für die nächsten Wochen wahrscheinliche Situation des Dollars reagieren solle. Die Kursrelation der amerikanischen Währung sei mit den EWS-Währungen grosso modo zufriedenstellend, jedoch nicht ganz mit dem Yen, der weiter an Wert gewinnen könnte. Es zeigten sich jedoch einige Anzeichen einer Schwäche des Dollars, und die mexikanische Krise könnte das amerikanische Finanzsystem angreifen und dadurch die Schwäche des Dollars noch verstärken. Solle man unter diesen Umständen mit einer Senkung sämtlicher Zinssätze oder mit Interventionen in einem dem Abkommen der Fünfergruppe entgegengesetzten Sinne reagieren (obwohl dies im Plaza vorgesehen worden sei) oder ein wenig mit beidem? Wenn man wählen müsse, sollte der Vorzug einer möglichst kollektiven Zinssatzsenkung gegeben werden, die die Vereinigten Staaten und vor allem Japan einschliesse, das sich etwas aktiver zeigen könnte. Eine solche Entscheidung rechtfertige sich dadurch, dass die Erscheinung, mit der man es zu tun habe, hauptsächlich im Bereich der realen Wirtschaft liege und man daher in diesem handeln müsse, insbesondere zum Zeitpunkt, wo die Oelpreise fielen.

Herr Duisenberg ist wie Herr Camdessus der Ansicht, dass die Konvergenz zwar schon einen bemerkenswerten Grad erreicht habe, jedoch noch nicht an ihren Grenzen angelangt sei. Die Baisse des Dollars und vor

allem der Oelpreise werde in den Niederlanden andere Auswirkungen als in den meisten übrigen EG-Ländern haben. Die niederländische Energiebilanz sei nämlich praktisch ausgeglichen, d.h. grosso modo importiere das Land soviel Erdöl wie es Erdgas exportiere. Zudem sei der Preis des letzteren mit einer zeitlichen Verschiebung von drei bis sechs Monaten an den Oelpreis gebunden. Die Leistungsbilanz werde daher nur unerheblich berührt, wie auch immer der Oelpreis sich entwickle, und ein hoher Ueberschuss sollte beibehalten werden können. Bei der Inflation sollte dank dem gleichzeitigen Rückgang des Dollarkurses und der Oelpreise die jährliche Teuerungsrate von 1,3% im Januar auf 0% für das ganze Jahr zurückgeführt werden können. Die Geldmengenentwicklung stehe mit diesen Ergebnissen nicht im Einklang und gebe zu Besorgnis Anlass, denn z.B. M2 wachse zwei- bis dreimal schneller als das Volkseinkommen. Diese Entwicklung müsse gemeistert, gebremst werden, aber wie solle man das machen, wenn die Inflation abnehme, die Arbeitslosigkeit immer noch auf der unakzeptablen Quote von 13 bis 14% stehe, das wirtschaftliche Wachstum mässig sei und der Leistungsbilanzüberschuss um die 5-6% des BSP betrage? Die Behörden bemühten sich, mit den Banken zu einer Uebereinkunft über die Reduzierung des Kreditwachstums zu gelangen.

Bei den öffentlichen Finanzen sei eine Verbesserung erzielt worden; der Nettokreditbedarf der öffentlichen Hand sei von 7,1% des BSP im Jahre 1982 auf weniger als 6% im Jahre 1985 zurückgegangen. Dieser Rückgang sollte sich 1986 fortsetzen, aber wenn der Erdölpreis und damit auch der Erdgaspreis niedrig bleibt, würde das staatliche Defizit 1987 wieder ansteigen. Die Regierung bereite Massnahmen vor, um dieser Tendenz gegenzusteuern und vor allem die Ausgaben zu senken, und man müsse hoffen, dass die Vorwahlperiode sich nicht störend auf diese Absichten auswirkt.

Herr Ciampi weist darauf hin, dass bestimmte Italien betreffende Zahlen korrigiert werden müssen. So belaufe sich auf Tabelle 8 die staatliche Bruttoverschuldung im Jahre 1985 auf 100% des BIP und nicht auf 120%, während das Leistungsbilanzdefizit (Tabelle 12) 1985 etwa \$ 4 anstatt 7,3 Mrd. betragen sollte; für 1986 werde mit einem leichten Ueberschuss gerechnet.

Die Korrektur bei der staatlichen Verschuldung ändere jedoch nichts daran, dass die öffentlichen Finanzen das grosse Problem der

italienischen Wirtschaft blieben. In der Tat steige der Nettokreditbedarf des Staates seit fünf oder sechs Jahren unaufhörlich, während in anderen Bereichen, wie der Lage der Unternehmen und der Inflation, spürbare Verbesserungen verzeichnet worden seien. Ueber den Wunsch nach einer Pause beim Rückgang des Dollarkurses hinaus stelle sich die Frage, was zu tun sei, wenn ein erneuter Kurszerfall des Dollars eintrete. Man müsse sehen, dass 1986 in den EG-Mitgliedsländern binnenwirtschaftliche Erwägungen in den Vordergrund treten sollten und nicht Zahlungsbilanz-erwägungen, da für die Zahlungsbilanz die Aussichten gut seien. Unter Berücksichtigung der inflationsdämpfenden Wirkung der Energie- und Rohstoffimporte wäre ein merklicher Rückgang der nominalen Zinssätze wünschenswert; sonst würden die realen Zinssätze übermässig hoch, wodurch Investitionen gedämpft und die Schuldenlast der öffentlichen Hand noch verstärkt würden. Ueberdies sollten Zinssatzsenkungen den Zusammenhalt des EWS stärken und den Baisse- druck auf den Dollar mildern. Es sei jedoch klar, dass nicht Italien eine solche Bewegung anführen könne.

Herr Pöhl macht verschiedene Anmerkungen. Aus den von Herrn Bockelmann erstellten Tabellen und Grafiken könne man nicht den Schluss ziehen, dass eine Leitkursanpassung im EWS dringlich sei. Im Gegenteil: Die erreichte Konvergenz stehe ohne Beispiel da und könne gewiss noch verbessert werden. 1986 werden fast alle Länder des EWS eine ausgeglichene Leistungsbilanz oder sogar einen Ueberschuss aufweisen. Der Rückgang der Erdölpreise werde natürlich sehr unterschiedliche Auswirkungen zeitigen, je nachdem, ob ein Land Erdölproduzent oder -importeur sei; von letzteren würden Länder wie Frankreich, Italien und Deutschland beträchtliche Einsparungen verzeichnen. Eine Verbesserung sei auch im bilateralen Verhältnis zu beobachten; so hätten 1985 die deutschen Exporte nach Frankreich um 5,6% und die in umgekehrter Richtung um 11,4% zugenommen. Die Inflationsgefälle verringerten sich ebenfalls, und dieser Faktor, zusammen mit den vorher genannten, spreche nicht für ein Realignment. Gewiss, es ständen die französischen Wahlen vom 16. März bevor, aber bisher habe dies nicht zu grossen Spannungen geführt, vor allem wenn man an die Situation vor März 1983 denke. Als Gründe dafür könne man unter anderem nennen, dass die Zentralbanken gelernt haben, vom Instrument der Interventionen besseren Gebrauch zu machen, und dass die Marktteilnehmer besser begriffen hätten, dass ein Realignment keinen besonders grossen Gewinn bringt.

Wie schon gesagt, habe der Dollar zweifellos ein zufriedenstellendes Niveau erreicht, aber einige Kreise, vor allem in den Vereinigten Staaten, seien nicht dieser Ansicht, und es sei gefährlich, sich allzuoft in diesem Sinne zu äussern. Man könne feststellen, dass die Behörden des Federal Reserve System in den letzten Monaten keinen Druck auf die relativ hohen kurzfristigen Zinssätze ausgeübt hätten; sie seien offensichtlich besorgt, dass der Kursrückgang des Dollars zu weit gehe und die Geldmenge sich übermässig ausweite. Von amerikanischer Seite könne daher keine Initiative zu einer Zinssatzsenkung erwartet werden; sie könnte von japanischer Seite kommen, wo die im vergangenen November gestiegenen Marktsätze und die Leitzinsen höher als in Deutschland seien. Die deutschen Zinssätze seien, mit Ausnahme der in der Schweiz, am tiefsten; es habe jedoch den Anschein, dass sich mit dem fallenden Dollarkurs ein gewisser Spielraum für eine Zinssenkung gebildet habe und somit ein zusätzliches wirtschaftliches Wachstumspotential (von vielleicht 1 Prozentpunkt) bestehe, das genutzt werden könnte. Da in der Haushaltspolitik nichts zu unternehmen sei, könnte die Geldpolitik eine Rolle spielen: Eine Senkung der deutschen Leitzinsen könnte auf die Marktsätze übergreifen und in anderen Ländern einen geordneten Zinsrückgang auslösen. Man müsse jedoch berücksichtigen, dass das Geldmengenwachstum die Zielvorgabe der Bundesbank deutlich übersteige, weshalb es schwierig sei, der öffentlichen Meinung eine Zinssatzsenkung plausibel zu machen. Man sollte im übrigen zu analysieren versuchen, ob eine gemeinsame Ursache für die fast überall zu beobachtende Ueberschreitung der geldpolitischen Zielvorgaben bestehe. Es müsse zudem gesehen werden, dass der freie Fall der Oelpreise inflationistische Keime überdecken könnte, vor allem in den Vereinigten Staaten angesichts eines rückläufigen Dollarkurses, eines gewaltigen Leistungsbilanzdefizits und einer Geldpolitik, die das Defizit der öffentlichen Hand akkommodieren muss.

Abschliessend äussert Herr Pöhl sein Bedauern über die kürzlich in Italien getroffenen Devisenkontrollmassnahmen. Gewiss habe die Banca d'Italia sie wider ihren Willen einführen müssen, aber es sei wichtig, die 1985 begonnene Liberalisierung weiterzuführen, denn das EWS könne nur dann entscheidende Fortschritte machen, wenn ein freizügiger Kapitalmarkt verwirklicht werde.

Herr Hoffmeyer kommentiert die von Herrn Bockelmann vorgelegten Tabellen und Grafiken, insbesondere jene, welche die Entwicklung der Wettbewerbsfähigkeit illustrieren. Zunächst stelle sich ein Problem der Berechnungs- oder Referenzbasis. So trage für Dänemark die Basis März 1983 nicht der Tatsache Rechnung, dass die wichtigste reale Anpassung zwischen 1979 und 1982 stattgefunden habe. Im übrigen sei eine Variation der Wettbewerbsfähigkeit von 5% nicht sehr eindrucksvoll, in der Vergangenheit seien stärkere Variationen beobachtet worden. Die Bereinigung für die Inflation sei aufgrund der Verbraucherpreise vorgenommen worden, aber sie könnte gerade so gut, vielleicht sogar besser, mit dem Deflator des BIP erfolgen, was eventuell andere Werte ergäbe. Schliesslich sollte der Vergleich der Wettbewerbsfähigkeit nicht ausschliesslich mit der D-Mark gemacht werden; ein gewogener Wechselkurs mit verschiedenen Währungen sollte ebenfalls verwendet werden.

Herr Pöhl ist ebenfalls der Ansicht, dass bei der Analyse der Wettbewerbsfähigkeit nicht nur die D-Mark zum Vergleich herangezogen werden sollte; ein mehrere Währungen umfassender Vergleich, z.B. anhand der ECU, wäre vorzuziehen.

Herr Delors gibt einige Erklärungen ab. Zunächst dürfen die Grafiken 9, 10 und 11 über die bilateralen nominalen und realen Wechselkurse der EG-Währungen gegenüber der D-Mark nicht veröffentlicht werden, denn die Inflationsrate sei zwar ein wichtiges Element, andere Faktoren wie die Entwicklung der Zahlungsbilanz und die Erwartungen der Marktteilnehmer müssten jedoch auch berücksichtigt werden. Im übrigen sei die Erhaltung einer stabilen Währung für Länder mit einem strukturellen Ungleichgewicht im Aussenhandel ein Anreiz, ihre Produktivität zu verbessern und die Exportbereitschaft zu entwickeln. Die Ausweitung der Geldmengen habe berechtigte Fragen aufgeworfen, die Anlass zu einer vertieften theoretischen Arbeit geben sollten. Wenn in den europäischen Volkswirtschaften wirklich eine übermässige Liquidität bestehe, müsse man sehen, dass ihre Folgen sich nicht auf die Inflationsraten beschränkten, sondern sich auch auf die Importbereitschaft auswirkten. Diese letzteren Auswirkungen nun könnten sich in jenen Ländern als besonders bedeutend erweisen, die auf der Suche nach einem dauerhaften Gleichgewicht ihrer Zahlungsbilanz sind.

Zum Dollar ruft Herr Delors in Erinnerung, dass von ihm seinerzeit, im Jahre 1982, der Vorschlag ausgegangen sei, zu untersuchen, wozu die

sich kreuzenden Interventionen der Zentralbanken führen können, aber seiner Meinung nach dürfe man deren Auswirkungen nicht übertreiben. Die von der Fünfergruppe am 22. September 1985 gefassten Beschlüsse seien willkommen und von der internationalen Gemeinschaft im allgemeinen gut aufgenommen worden. Der Ankündigungseffekt insbesondere sei im günstigen Moment eingetreten und habe vier konvergierende Faktoren ausgenützt: erstens eine weniger glänzende wirtschaftliche Leistung in den Vereinigten Staaten und erneute Besorgnis über das Wachstum des Aussenwirtschaft- und Staatshaushaltsdefizits. Zweitens habe der Rückgang des Dollarkurses vor dem Treffen in New York begonnen. Drittens hätten die Regierungen der Fünf bekräftigt, dass sie die Situation im Griff behalten wollten. Schliesslich seien die Interventionen der Zentralbanken zu Hilfe gekommen. Man könne jedoch keine endgültigen Schlüsse für die Zukunft ziehen. Das Volumen der Finanz- und Währungstransaktionen sei nämlich derart gross (manche sagen, zehnmal grösser als das des Waren- und Dienstleistungsverkehrs), dass Situationen oder Bewegungen entstehen können, die sich den materiellen Möglichkeiten der Zentralbanken entziehen. Andererseits könne, mindestens in den Vereinigten Staaten, nichts eine Rückkehr zu einer erträglicheren Situation beim Haushalt und der Zahlungsbilanz ersetzen. Dies sei wünschenswert, selbst wenn man dafür mit einer vorläufigen Verlangsamung des Wachstums der Weltwirtschaft bezahlen müsse.

Zu den Erdölpreisen erklärt Herr Delors, man müsse zwischen der zur Zeit von den Produzentenländern gespielten "Pokerpartie" und den langfristigen Tendenzen unterscheiden. Zu letzteren sage man vorsichtshalber besser nichts, da selbst die Fachleute sich seit fünfzehn oder zwanzig Jahren in ihren Prognosen irrten, vor allem bei den Vorhersagen zum Preisverhältnis der verschiedenen Energiequellen. Die fallenden Erdölpreise werden sich ganz bestimmt für die europäischen Volkswirtschaften günstig auswirken, jedoch nur unter der Bedingung, dass diese bei ihren Bemühungen um binnenwirtschaftliche Disziplin nicht nachlassen. Eine neue Mexiko-Krise könne dagegen angesichts der Auswirkungen des Zerfalls der Erdölpreise nicht ganz ausgeschlossen werden (Verluste von \$ 550 Mio. bei einer Preisreduktion um \$ 1). Mehr allgemein gesehen, fielen die Erdölpreise in einen Zeitpunkt, wo man in einer neuen Phase der Schuldenproblematik eher die sozialen und politischen Konsequenzen der von den verschuldeten Ländern betriebenen Austeritätspolitik fürchtete als Ereignisse wie die

von 1982, die seinerzeit von der internationalen Währungsgemeinschaft meisterhaft bewältigt wurden.

Was den Yen betrifft, hat Herr Delors von seinen kürzlichen Gesprächen in Japan zwei Lehren mitgebracht. Zunächst einmal wäre es wichtig, dass die EG-Länder gemeinsam Druck ausüben, damit ihre Banken vermehrt auf dem japanischen Markt tätig werden können. Einige bilaterale Abkommen seien von gewissen Mitgliedsländern geschlossen worden, aber es sei klar, dass die infolge des japanischen Protektionssystems ungenügende Präsenz der europäischen Banken ein beträchtliches Handicap für die Tätigkeit der europäischen Unternehmungen in Japan ist.

Die derzeit wichtigste Frage sei jedoch die Kursrelation zwischen dem Yen und den Währungen der EG und die Besorgnis, dass die japanischen Unternehmungen auf die Aufwertung des Yen gegenüber dem Dollar mit einer Verlagerung ihrer Bemühungen nach Europa reagieren, was ein schon jetzt hohes Handelsbilanzdefizit noch verstärken würde (\$ 11 Mrd. zwischen Japan und der EG). Gewiss sei es sehr schwierig, die Relation Yen/EG-Währungen in Bewegung zu bringen, ohne den Dollar zu berühren, aber diese Relation sei für die Zukunft bedenklich. Könnten die japanischen Zinssätze fallen, ohne den Anstieg des Yen zu bremsen, wie dies schon geschehen sei? Die Frage sei gestellt.

Was das EWS betreffe, könne die Konvergenz gewiss noch verbessert werden, insbesondere in den am Wechselkursmechanismus beteiligten Ländern. Die schon erzielten Ergebnisse könnten sogar dazu verwendet werden, etwas mehr Wachstum und Arbeitsplätze zu schaffen, und dazu bildeten die Zinssätze zur Zeit das einzige Instrument. Es wäre wichtig, auf diese Weise zu zeigen, dass die Austeritätspolitik sich auf die Beschäftigung günstig auswirkt. Was das Funktionieren des EWS im speziellen angehe, habe sich die Kommission gegenüber dem Europäischen Rat verpflichtet, der Liberalisierung des Kapitalverkehrs erste Priorität einzuräumen. Sie beabsichtige, in zwei Etappen vorzugehen: die erste, die 1986 zurückgelegt werden sollte, bestehe in einer beträchtlichen Verschärfung der Richtlinien über die Sicherungsklauseln; Ziel der zweiten Etappe wäre, bis 1992 die völlige Liberalisierung der Kapitalbewegungen in die Schaffung eines grossen Marktes ohne Grenzen zu integrieren, wobei diese Liberalisierung am Anfang dieser Periode und nicht an ihrem Ende stehen soll.

Herr Duisenberg begrüsst die sehr positive Ausrichtung der Arbeiten der Kommission, über die Herr Delors soeben berichtet hat. Zu den Arbeiten von Herrn Bockelmann fragt er sich, ob es nicht interessant wäre, die Durchschnitte, Standardabweichungen und Variationskoeffizienten mit Beschränkung auf die am Wechselkursmechanismus des EWS beteiligten Länder neu zu berechnen.

Der Vorsitzende ruft in Erinnerung, dass das Problem der Ueberschreitung der geldpolitischen Zielvorgaben, das mehrere Mitglieder beschäftigt, im Mai anlässlich des halbjährlichen Berichts der "Raymond-Gruppe" wieder aufgenommen werden kann; er verzichtet auf eine Zusammenfassung der sehr nützlichen und wertvollen Debatte, für die allen Teilnehmern, insbesondere den Herren Delors und Bockelmann, zu danken ist.

Herr Bockelmann erklärt, dass seine Bemerkungen zur Konvergenz im EWS nicht besagen sollten, dass diese ihre Grenzen erreicht habe, sondern dass, wenn die Konvergenz der einzige Faktor sei, der die Stabilität im EWS gewährleisten soll, sie vielleicht nicht mehr genüge, um das System vor starken Spannungen zu schützen, denn die beiden anderen Faktoren, der sinkende Dollarkurs und die Erwartungen des Marktes, wirkten eher im gegenteiligen Sinn.

Was die Grafiken 9 bis 11 angeht, so ruft Herr Bockelmann in Erinnerung, dass der Vergleich mit der D-Mark den Notenbankgouverneuren 1985 vorgelegt worden war und dass die Verbraucherpreise der beste Gradmesser für die Inflation sein dürften. Zur Untersuchung der Wettbewerbsfähigkeit müsse dagegen natürlich die Zahlungsbilanz, insbesondere die Leistungsbilanz herangezogen werden. Die Verwendung einer Gewichtung aufgrund des Aussenhandels erscheine dagegen im Rahmen einer Untersuchung des EWS als nicht sehr geeignet.

IV. Clearingsystem für die private ECU

Der Vorsitzende erklärt, dass die in der Tagesordnung erwähnten Referate von Vertretern der Kommission und der BIZ durch einen Bericht von Herrn Loehnis über die gestrige Diskussion der Stellvertreter über dieses Thema ersetzt werden.

Herr Loehnis präzisiert, dass die Stellvertreter einen sehr vollständigen Bericht von Herrn Gros, ergänzt durch Kommentare von Herrn Mingasson, über den Aufbau und die Funktionsweise des Clearingsystems für die private ECU gehört haben. Diese Berichte sind zur Information vorgelegt worden und haben seitens der Stellvertreter zu keinen besonderen Bemerkungen Anlass gegeben. Der Text des Referats von Herrn Gros ist an die Zentralbankpräsidenten und die Stellvertreter verteilt worden.

Das System gründet sich auf drei Institutionen: zunächst die ECU-Bankenvereinigung, die jeder in der EG tätigen Bank, die Interesse an der Entwicklung der ECU-Geschäfte zeigt, offensteht; zweitens SWIFT, deren zentraler Clearingcomputer die Rolle des "Netting-Zentrums" übernimmt; schliesslich die BIZ, die als Clearing- und Zahlungsbank fungieren wird.

Die Rolle der BIZ wird streng auf die Geschäfte beschränkt sein, die ihr gemäss einer zwischen ihr und der Vereinigung vorgesehenen Konvention anvertraut werden. Die Vereinigung und die als Clearingbanken bezeichneten Banken werden die BIZ in keinem Fall aufgrund blosser Ausführung der in der Konvention vorgesehenen Geschäfte haftbar machen können. Die Konvention tritt in Kraft, sobald das "Netting-Zentrum" der SWIFT getestet ist, voraussichtlich im Sommer 1986. Die anfängliche Höchstzahl von dreissig Clearingbanken wird schrittweise erreicht. Nach einer Versuchsperiode von zwölf Monaten kann die Konvention bestätigt werden, mit etwaigen Aenderungen oder Ergänzungen; danach kann sie stillschweigend um jeweils zwölf Monate verlängert werden. Umgekehrt könnte die Konvention von der BIZ oder der Vereinigung mit einer Frist von sechs Monaten gekündigt werden. Der Verwaltungsrat der BIZ hat sich diesen Morgen in aller Form verpflichtet, diese Konvention mit der Vereinigung einzugehen.

Herr Delors legt Wert auf die Feststellung, wie sehr die Kommission den glücklichen Ausgang dieser Arbeiten begrüsst, dank denen das Clearingsystem für die private ECU das Ausmass und die Leistungsfähigkeit erreichen sollte, die der Entwicklung der ECU-Bankgeschäfte entsprechen; er dankt der BIZ dafür, dass sie diesem System ihre Unterstützung und Erfahrung zur Verfügung stellt.

V. Weitere Fragen innerhalb der Zuständigkeit des Ausschusses:

- Umlage der Kosten des Sekretariats des Ausschusses für das Jahr 1985

Der Vorsitzende erinnert daran, dass das Sekretariat wie immer eine Notiz und Tabellen vorbereitet hat, die an die Präsidenten und die Stellvertreter verteilt worden sind, und dass der Einfachheit halber sämtliche den Ausschuss der Zentralbankpräsidenten und den EFWZ betreffende Kosten en bloc behandelt werden. Die Stellvertreter haben die Genehmigung der Notiz und der Tabellen empfohlen, und der Vorsitzende stellt die Zustimmung des Ausschusses fest.

VI. Zeit und Ort der nächsten Sitzung

Der Vorsitzende erklärt, dass die nächste Sitzung am Dienstag, den 11. März 1986 um 10 Uhr in Basel stattfindet; er ruft in Erinnerung, dass wegen der Sitzung des Interimsausschusses im April vorgeschlagen worden sei, die Sitzung des Ausschusses vom 8. April ausfallen zu lassen. Gegen diesen Vorschlag sei kein Einwand erhoben worden, und er sei somit angenommen. Unter diesen Umständen delegieren die Notenbankgouverneure die Billigung des "Konzertationsberichts" an der Aprilsitzung an die Stellvertreter, die am Montag, den 7. April 1986 in Basel zusammentreten werden.

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

JANUAR 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 Januar und während der ersten Februartage 1986. Infolge des Beitritts Spaniens und Portugals zu den Europäischen Gemeinschaften werden zum ersten Mal auch Entwicklungen bezüglich der spanischen Peseta und des portugiesischen Escudos behandelt.

I. ENTWICKLUNG DER WECHSELKURSE

Im Januar war das Geschehen an den Devisenmärkten von folgenden Merkmalen geprägt:

- einem weiteren Kursrückgang des Dollars gegen Monatsende;
- andauernden Spannungen im EWS;
- einer Abschwächung des Pfund Sterling und des kanadischen Dollars gegenüber allen anderen bedeutenden Währungen.

Nach fester Tendenz in der ersten Januarhälfte gab der US-Dollar im späteren Monatsverlauf stark nach und notierte am Monatsende 2 - 3% unter dem Endstand vom Vormonat. Zu Beginn des Monats war dem Dollar die Veröffentlichung der jüngsten US-Wirtschaftsdaten zugute gekommen, die eine erheblich stärkere Wirtschaftstätigkeit anzeigten, als von den

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

Marktteilnehmern erwartet worden war. Mitte Januar setzte sich dann jedoch die dem Dollar abträgliche Ansicht durch, dass die Wirtschaft der USA weniger als die der meisten anderen Industrieländer von den makroökonomischen Auswirkungen der sinkenden Oelpreise profitieren werde. Vor diesem Hintergrund setzte dann ein steiler Kursrutsch des Dollars ein, als der Markt den Kommentar eines japanischen Regierungsbeamten dahingehend interpretierte, dass die japanischen Währungsbehörden nichts unternehmen würden, sollte der Dollar die Kursmarke 200 gegenüber dem Yen nach unten durchstossen.

Im EWS hielten die Spannungen an und veranlassten mehrere Zentralbanken, mit Interventionsabgaben und Zinserhöhungen die Position ihrer Währung zu festigen. Die D-Mark, der französische Franc und der holländische Gulden blieben nahe am oberen Rand und der belgische Franc nahe am unteren Rand des engeren Bandes. Es kam jedoch nicht zu Pflichtinterventionen. Das irische Pfund und die dänische Krone glitten im Monatsverlauf in den unteren Teil des Kursbandes ab.

Die D-Mark wurde von der Dollarschwäche und dem Kursrückgang des englischen Pfundes besonders begünstigt. Trotz beträchtlicher DM-Verkäufe durch andere Zentralbanken blieb die D-Mark nahe am oberen Rand des Bandes. Im Vergleich der Monatsendstände gewann die D-Mark gegenüber dem US-Dollar 2,9% und dem Pfund Sterling 4,7% an Wert. Im Verhältnis zum Yen verzeichnete sie dagegen eine leichte Abschwächung.

Der französische Franc verblieb im oberen Teil des EWS-Kursbandes in der Nähe seiner Parität zur D-Mark und zum holländischen Gulden. Die kommerziellen Transaktionen der in Frankreich Ansässigen hielten sich im allgemeinen im Gleichgewicht; hingegen waren in der zweiten Monathälfte einige Mittelabzüge seitens Gebietsfremder zu beobachten. Die Euro-Franc-Zinsen stiegen am Ende des Berichtszeitraums als Folge der Finanzierung sehr kurzfristiger Marktpositionen und kommerzieller Nachfrage zum Monatsultimo stark an, und dies führte zu einer Befestigung des Franc.

Der belgische Franc schwächte sich ab. Sein Wertverlust gegenüber der stärksten Währung im Paritätengitter vergrösserte sich um fast 1/4 Prozentpunkt. Die Banque Nationale de Belgique intervenierte mit Devisenabgaben, die hauptsächlich aus D-Mark bestanden.

Der holländische Gulden büsste im Verlauf des Monats etwas Terrain ein, verblieb jedoch nahe am oberen Rand des Kursbandes. In

dieser Entwicklung fand die allgemein vorherrschende Tendenz ihren Niederschlag, dass die D-Mark im Vergleich zum Gulden etwas höher in der Gunst der Akteure stand. Die sinkenden Energiepreise könnten hier angesichts der Bedeutung der Erdgaseinkünfte für die holländische Wirtschaft eine Rolle gespielt haben.

Die dänische Krone wechselte vom oberen in den unteren Teil des engen EWS-Bandes. In dieser Entwicklung schlugen sich geringere Zuflüsse an privatem Kapital und politische Unwägbarkeiten im Zusammenhang mit der öffentlichen Diskussion über eine Aenderung des EWG-Vertrages nieder.

Das irische Pfund schwächte sich im EWS-Band stark ab, was mit einer grossen kommerziellen Nachfrage nach Devisen im Zusammenhang stand. Diese Nachfrage war auf den generellen Kursrückgang des englischen Pfundes und - in geringerem Ausmass - dem des US-Dollars zurückzuführen - im Verein mit der Erwartung, dass es in naher Zukunft eine Leitkursneuordnung im EWS geben werde. Die Central Bank of Ireland intervenierte während des gesamten Monats mit beträchtlichen Beträgen zur Stützung ihrer Währung. Darüber hinaus erhöhte sie am 6. Januar 1986 den Satz für kurzfristige Darlehen um 1,5 Prozentpunkte auf 11,75%.

Die italienische Lira stand in der ersten Januarhälfte unter Druck, dies infolge von Abflüssen im kurzfristigen Kapitalverkehr, die zumeist mit Zahlungsverchiebungen im Aussenhandel in Erwartung einer Neuordnung der EWS-Leitkurse im Zusammenhang standen. Die Banca d'Italia befriedigte diese Nachfrage, indem sie D-Mark und Dollars in beträchtlicher Höhe verkaufte. Nach den von den Währungsbehörden am 16. Januar verfügten Massnahmen (zu denen ein 6 Monate gültiger Plafond für das Wachstum der Bankausleihungen in Lira und die Verpflichtung gehören, Exportkredite in Höhe von 75% in Fremdwährung zu finanzieren) kam der Mittelabfluss zum Stillstand, und die Lira festigte sich im oberen Teil des EWS-Kursbandes.

Das Pfund Sterling verzeichnete im Monatsverlauf bei rückläufigen Erdölpreisen, für die ein weiterer Rückgang im Frühjahr vorhergesagt wurde, starke Kursverluste. Zeitweise war das Pfund auch durch innenpolitische Querelen belastet. Die grossen Clearingbanken erhöhten ihren Basiszins um 1 Prozentpunkt auf 12,5% am 8. Januar; gleichwohl sank der Pfundkurs, insbesondere gegenüber den europäischen Währungen, und erreichte am 27. Januar Tiefstkurse von US-\$ 1,375 und DM 3,31. Zum Monatsende erholte sich dann das Pfund etwas, als sich der Oelpreis stabilisierte.

Der Index des gewogenen Aussenwerts des Pfundes sank im Vergleich der Monatsendstände um 4,25% auf 74,6.

Die spanische Peseta erreichte gegenüber dem US-Dollar ihr höchstes Kursniveau seit Juni 1984 (150,150 am 29. d.M.) und ihr amtlicher Mittelkurs wurde am Monatsende auf 150,404 Peseten für 1 Dollar festgesetzt. Auf dieser Basis verzeichnete sie gegenüber dem US-Dollar und dem Pfund Sterling Kursgewinne von 2,5 bzw. 4,4%, während sie gegenüber den am EWS-Wechselkursmechanismus teilnehmenden Währungen im Durchschnitt 0,6% an Wert verlor. Der gewogene Aussenwert der Peseta stieg - bezogen auf die Gemeinschaftswährungen - um 0,2%. Die Banco d'España verzeichnete einen beträchtlichen Zufluss an Währungsreserven, der zumindest teilweise mit einer Umkehrung des hohen Kapitalabflusses vom Dezember erklärt werden kann.

Die griechische Drachme stieg gegenüber dem US-Dollar um 0,9% im Kurs an, verlor aber gegenüber der ECU 1,2% an Wert; ihr gewogener Aussenwert sank um 1,3%.

Gemessen am gewogenen Aussenwert blieb der portugiesische Escudo den ganzen Januar hindurch stabil. Zurückzuführen war dies auf die mit Blick auf die günstige Entwicklung der Leistungsbilanz eingeschlagene Wechselkurspolitik. Auf der Basis des am Monatsende festgesetzten amtlichen Mittelkurses wertete sich der Escudo um 1,4% gegenüber dem US-Dollar auf, während er gegenüber der ECU 0,5% an Wert einbüßte.

Der Schweizer Franken schwächte sich in der ersten Monatshälfte gegenüber den EWS-Währungen infolge des Aufwertungsdrucks auf der D-Mark weiter ab. Diese Abwärtsbewegung wurde jedoch später durch sinkende Dollar- und Pfundkurse mehr als ausgeglichen, so dass der gewogene Aussenwert des Frankens um 0,2% stieg.

Die schwedische Krone verharrte auf ihrem Indexstand. Obwohl der Diskontsatz um 1 Prozentpunkt auf 9,5% zurückgenommen wurde, hielten die Kapitalzuflüsse der letzten Monate gestützt durch kurzfristige kommerzielle Finanzierungsgeschäfte an.

Die norwegische Krone gewann im Januar 1986 auf effektiver Basis rund 0,3% an Wert. Wegen der sinkenden Oelpreise und Spekulationen über eine Abwertung der norwegischen Krone kam es auf dem Devisenmarkt zu einer starken Nachfrage nach Fremdwährungen. Die Norges Bank verkaufte US-Dollars, um den Spitzenbetrag auszugleichen.

Der kanadische Dollar stand auch im Januar unter Abwertungsdruck und büsste gegenüber dem US-Dollar 2,0% an Wert ein. Die Einschätzung durch den Markt blieb ungünstig; sie wurde beeinflusst durch Besorgnisse über das Ausmass des Bundeshaushaltsdefizits und die Möglichkeiten zu seiner spürbaren Verringerung, über niedrige Preise für Oel und andere Rohstoffe und über die für November gemeldete starke Abnahme des Handelsbilanzüberschusses. Als weiterer bedeutender Faktor standen spekulativ motivierte Verkäufe hinter dem Kursrückgang. Obschon das Gefälle der kurzfristigen Zinssätze zugunsten kanadischer Anlagen um 1 1/4 auf über 3 Prozentpunkte zunahm, genügte dies nicht, um den Kursrückgang des kanadischen Dollars aufzuhalten.

Der japanische Yen gewann im Januar gegenüber dem US-Dollar 4% an Wert. Zunächst gab er für kurze Zeit leicht auf Yen 203 nach; ursächlich dafür waren Aeusserungen von Notenbankgouverneur Sumita, die dahingehend ausgelegt wurden, dass er keine weitere Stärkung des Yen wünsche. Danach pendelte der Yen um die Marke 201/202, dies vor dem Hintergrund eines durch Ungewissheit über die Stärke der US-Wirtschaft und die Möglichkeiten von Zinssenkungen im In- und Ausland geprägten Marktes. Gegen Ende des Monats lösten der niedrige vorläufige Wert für das US-Bruttosozialprodukt im vierten Quartal und Bemerkungen von Finanzminister Takeshita, die als Bereitwilligkeit, den Yen weiter ansteigen zu lassen, interpretiert wurden, einen starken Kursanstieg des Yen bis auf Yen 191 aus. Die Zurücknahme des Diskontsatzes auf 4,5% mit Wirkung vom 30. Januar änderte nichts an der steigenden Tendenz des Yenurses. Der Yen gewann auch gegenüber den wichtigeren europäischen Währungen an Wert.

II. INTERVENTIONEN

A. Interventionen in US-Dollar

Im Januar beliefen sich die Dollarverkäufe der Zentralbanken auf netto US-\$ 1,6 Mrd., verglichen mit US-\$ 2,8 Mrd. im Dezember. Der Betrag für Januar ergab sich aus Bruttoverkäufen von US-\$ 4,5 Mrd. und Bruttokäufen von US-\$ 2,9 Mrd. Die bedeutendsten Nettoverkäufer von Dollars waren die Norges Bank, die Bank of Canada, die Central Bank of

Ireland und die Banca d'Italia. Die wichtigsten Nettokäufer waren die Banco de España, die Sveriges Riksbank und die Banque de France.

B. Interventionen in Gemeinschaftswährungen

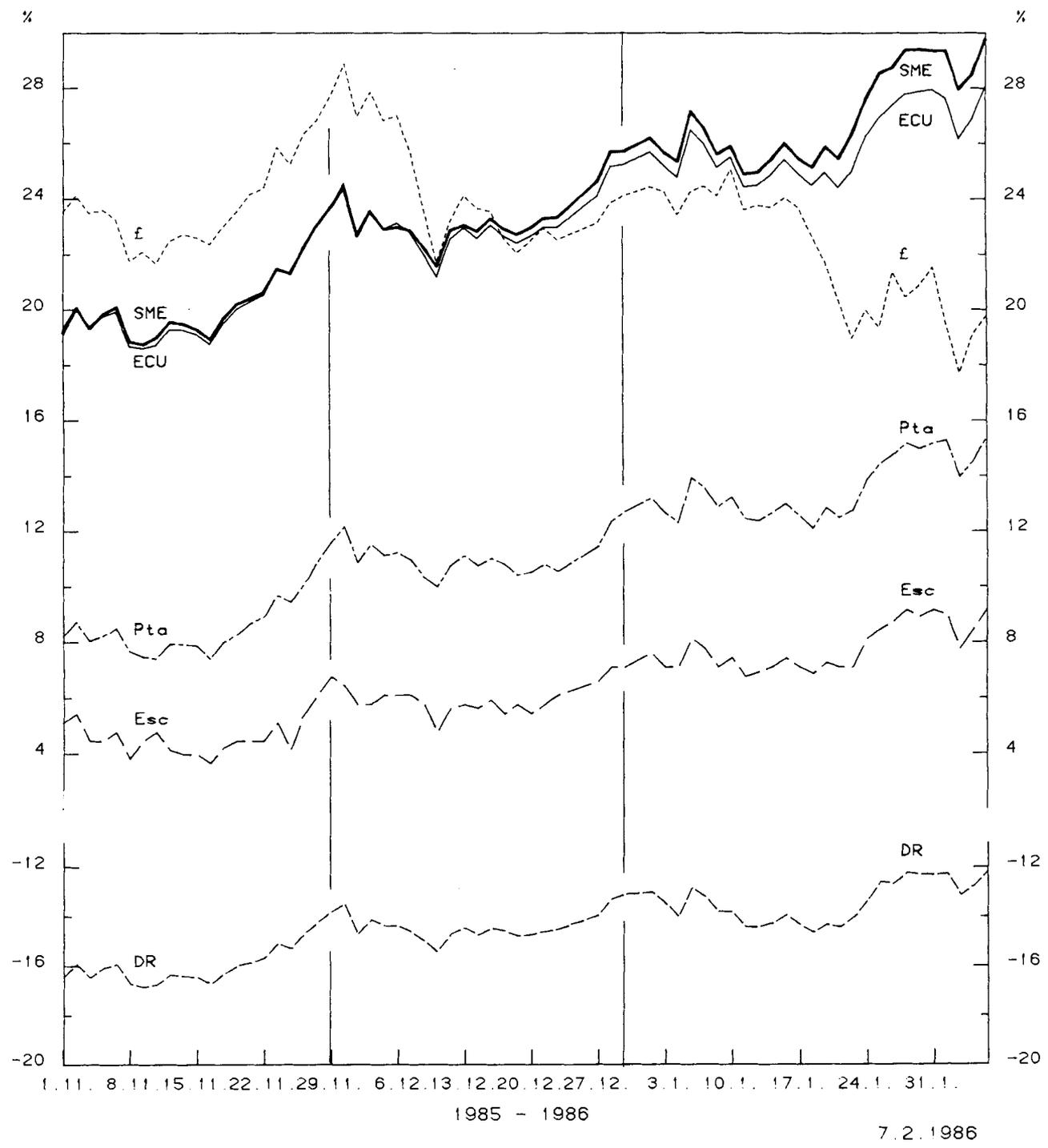
Die Bruttointerventionen in Gemeinschaftswährungen und ECU beliefen sich insgesamt auf den Gegenwert von US-\$ 4,9 Mrd. und bestanden hauptsächlich aus intramarginalen DM-Verkäufen der Banque de France, der Banca d'Italia und der Banque Nationale de Belgique.

III. DIE ERSTEN FEBRUARTAGE

In der ersten Februarwoche verzeichnete der US-Dollar erratische Kursschwankungen, blieb aber per saldo gegenüber den europäischen Währungen praktisch unverändert. Gegenüber dem japanischen Yen büsste er rund 1% an Wert ein.

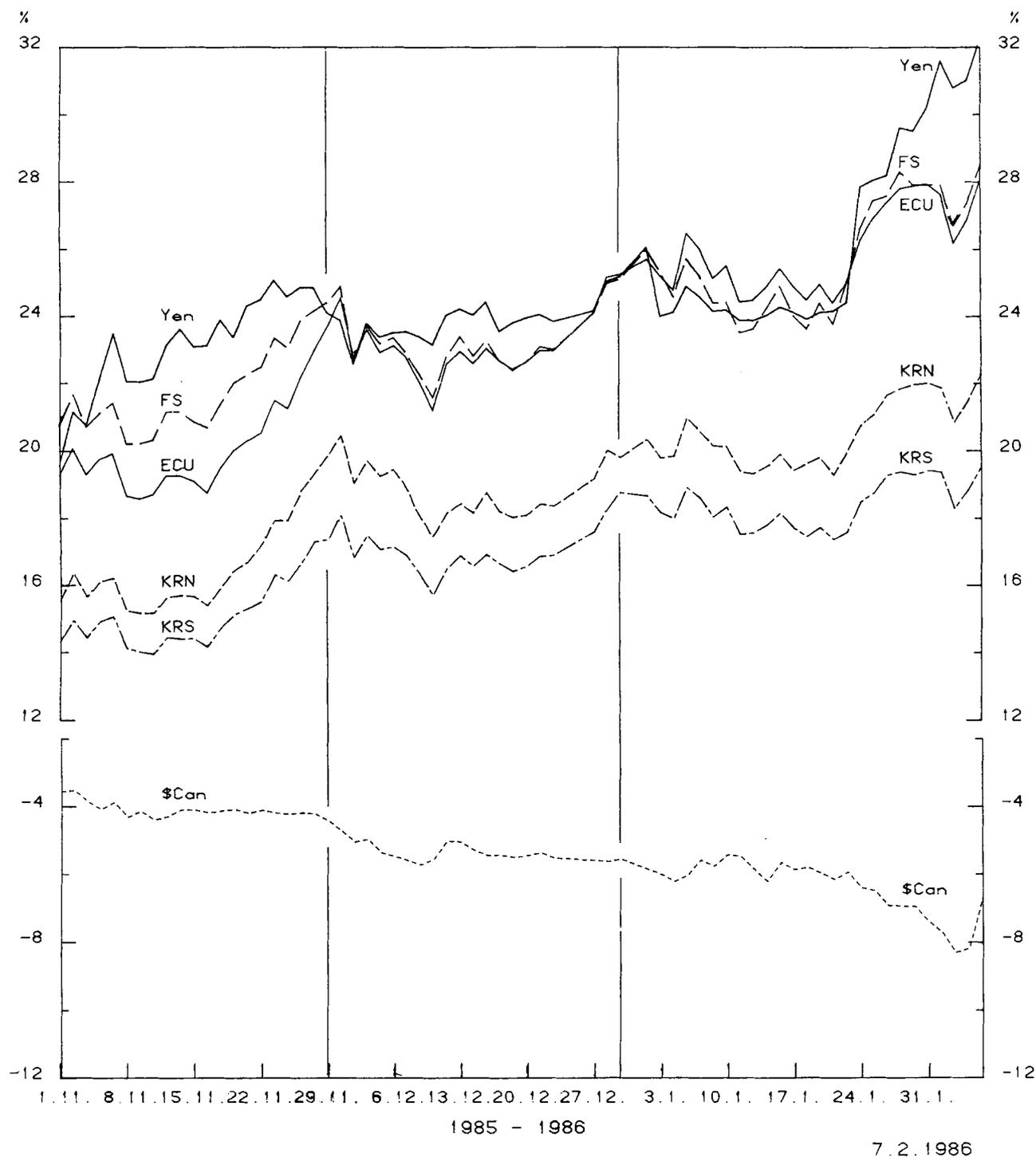
Im EWS entspannte sich die Lage etwas. Das englische Pfund, das sich zunächst weiter abgeschwächt hatte, erholte sich wieder und notierte im Vergleich der Wochenendstände gegenüber den EWS-Währungen praktisch unverändert. Auch der kanadische Dollar geriet zum Wochenbeginn erneut unter Druck. Er konnte sich dann jedoch dank beträchtlicher Stützungsinterventionen und einer bemerkenswerten Verschärfung der monetären Bedingungen deutlich erholen. Gegenüber dem US-Dollar belief sich der Kursanstieg des kanadischen Dollars per saldo auf über 1%.

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 *



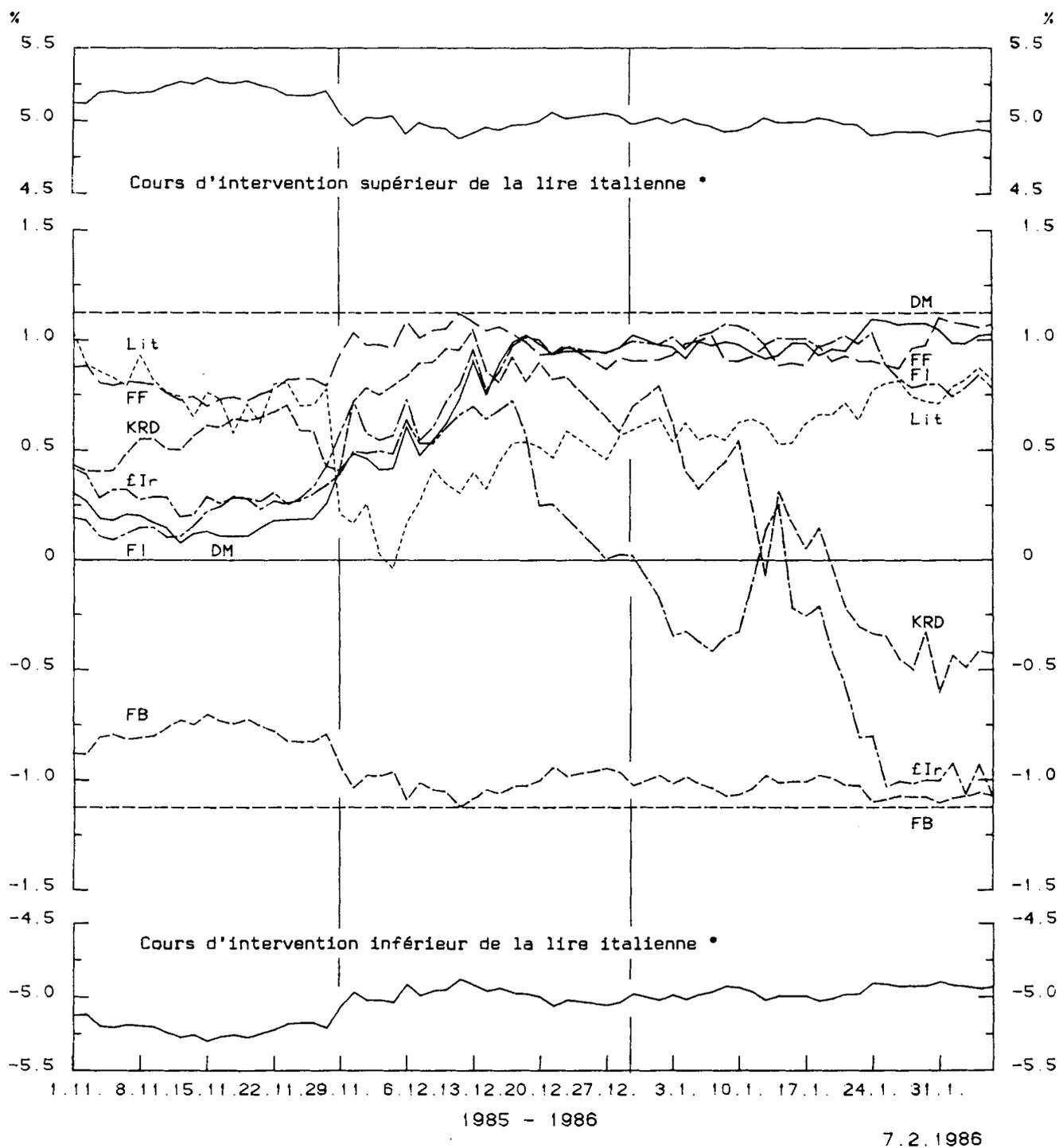
* Voir page suivante.

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 *



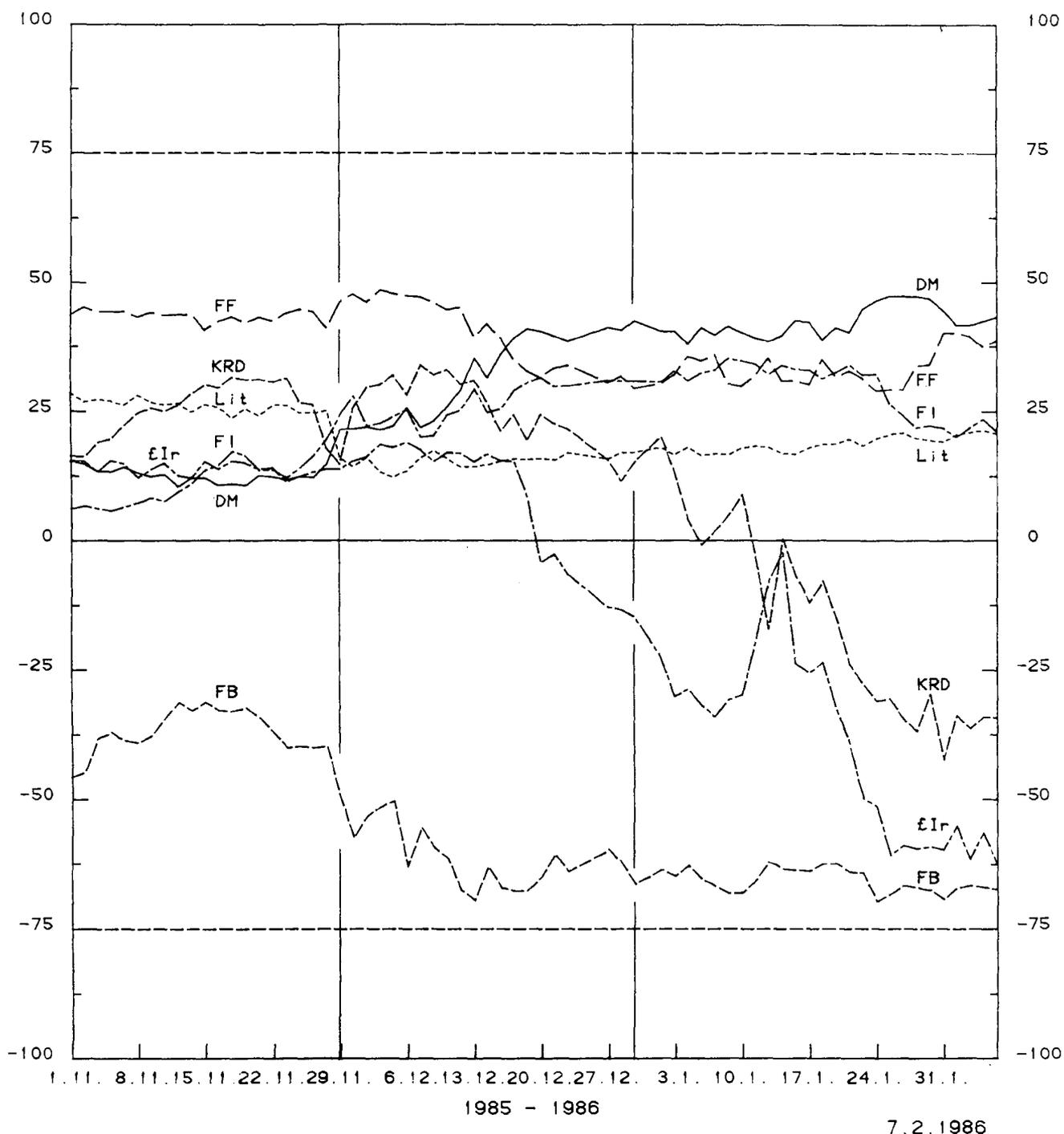
* ECU 0,708946; £ 0,8602; DR 128,4199; PTA 173,2995; ESC 169,7506;
\$Can 1,32; FS 2,593; Yen 251,1503; KRS 8,985; KRN 9,0875; cours
médian des monnaies participant au SME 0,71678. Le cours médian
des monnaies participant au SME représente la moyenne journalière
des cours des deux monnaies à marge de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



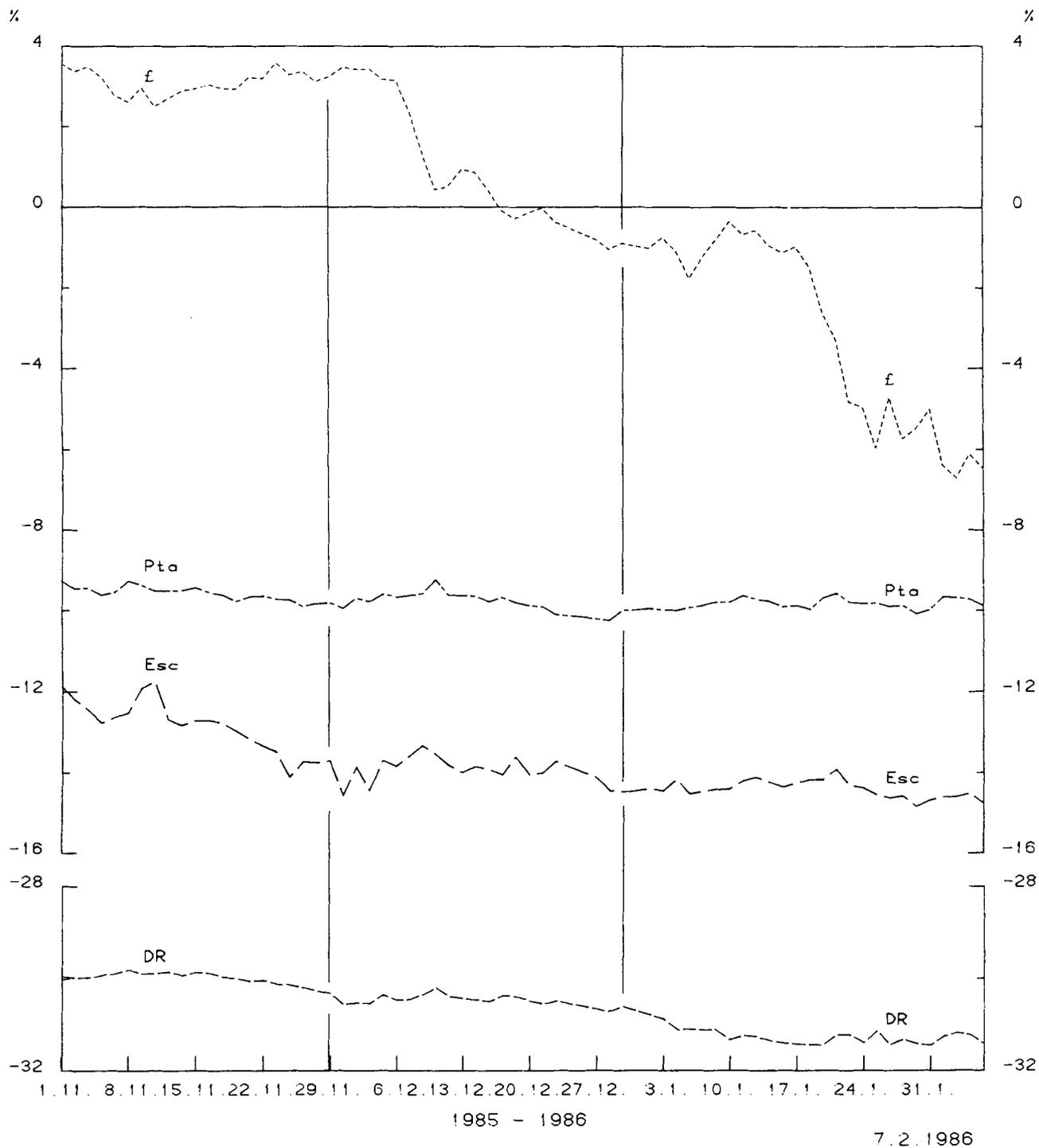
* Les cours d'interventions supérieur et inférieur de la lire italienne représentent l'écart maximal théorique par rapport à la monnaie la plus faible respectivement la plus forte dans la bande de fluctuation étroite de $\pm 2,25\%$.

EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE *



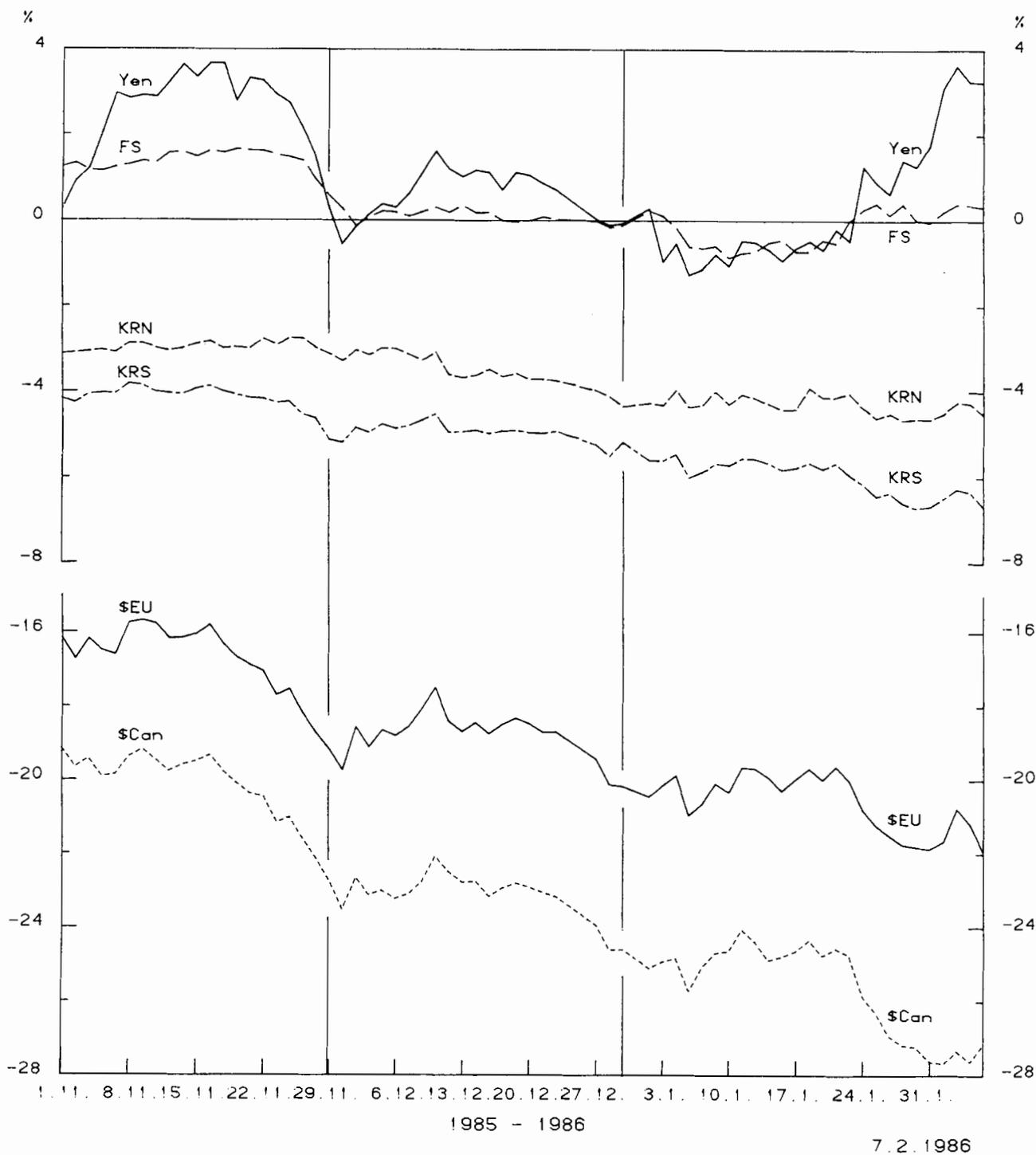
* L'indicateur de divergence a pour but de mesurer, sur une base comparable pour toutes les monnaies participant au mécanisme de change européen, la position d'une monnaie vis-à-vis de son cours-pivot ECU. L'écart maximal de divergence est le pourcentage maximal par lequel le cours de marché de l'ECU 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'ESCUO 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 6,36988;
KRN 6,44254.

Anlage

TABLES AND GRAPHS
TO BE USED IN DR. BOCKELMANN'S REMARKS TO
COMMITTEE OF GOVERNORS OF THE CENTRAL BANKS
OF EEC COUNTRIES

11th February 1986

Table of Contents

Graph 1	Spot exchange rates for DM and Yen against the US-Dollar
Table 2	Gross domestic product
Table 3	Consumer prices
Table 4	Compensation per employee
Table 5	Money supply (M2 or M3)
Table 6	Long-term interest rates
Table 7	Unemployment
Table 8	Net borrowing of general government
Graph 9	Nominal and real bilateral exchange rates against the DM (France, Italy, Netherlands and Belgium)
Graph 10	Nominal and real bilateral exchange rates against the DM (United Kingdom, Ireland and Denmark)
Graph 11	Nominal and real bilateral exchange rates against the DM (Portugal, Spain and Greece)
Table 12	Current-account balances

GRAPH 1

SPOT EXCHANGE RATES FOR DM AND YEN AGAINST THE US-DOLLAR
(at mid- and end-month)

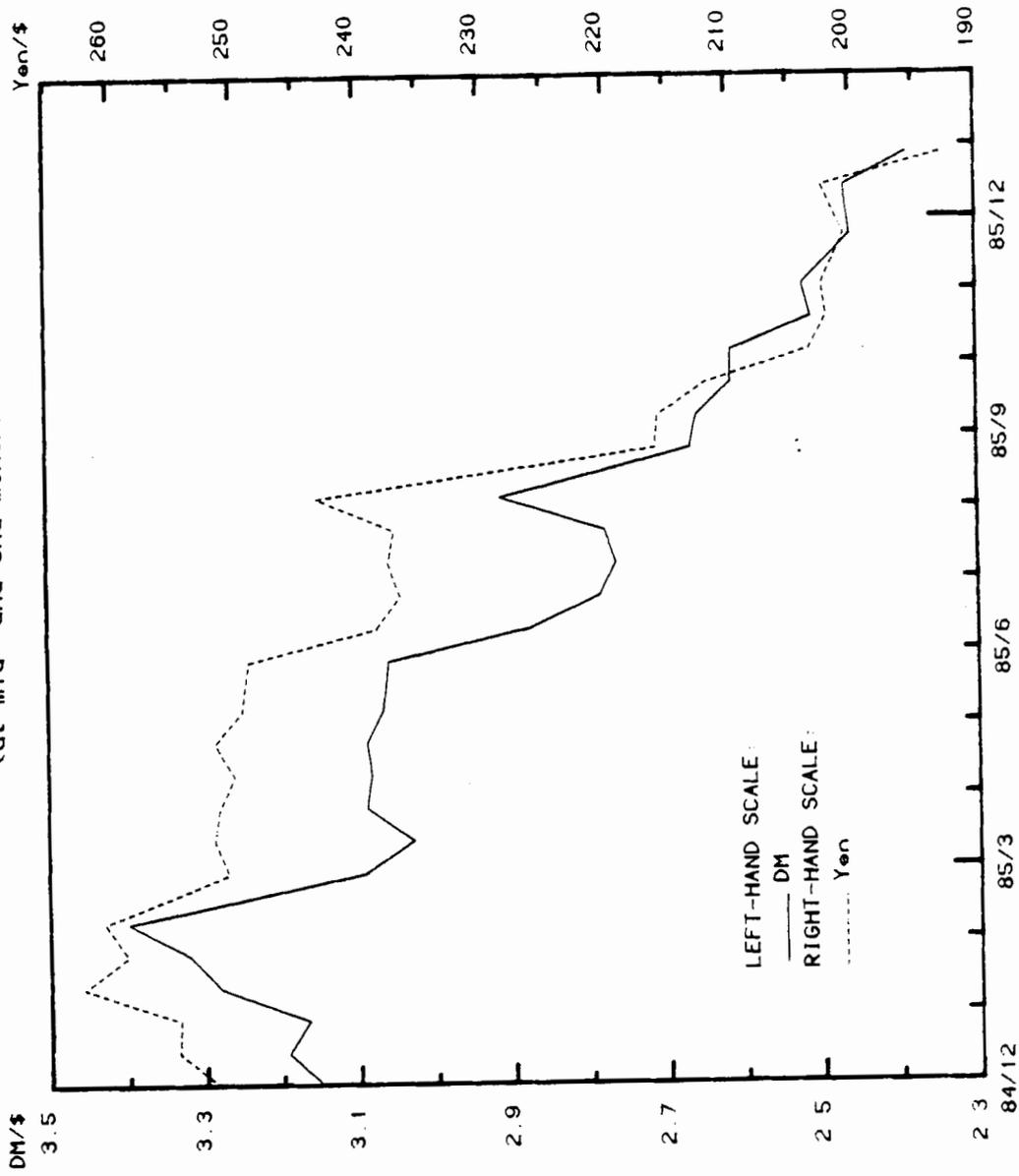


Table 2
Gross domestic product
 (percentage change in 1975 prices)

	1979	1982	1983	1984	1985 ¹
Belgium	2.1	1.1	0.4	1.7	1.9
Denmark	3.5	3.0	2.0	3.9	2.3
France	3.3	1.8	1.0	1.6	1.2
Germany	4.2	- 0.6	1.2	2.6	2.3
Ireland	3.1	0.8	0.8	4.4	2.5
Italy	4.9	- 0.5	- 1.2	2.6	2.7
Netherlands	2.4	- 1.8	0.6	1.7	2.1
United Kingdom	2.2	2.3	3.4	1.8	3.4
Average ²	3.5	0.7	1.1	2.2	2.3
Standard deviation	1.0	1.6	1.3	1.2	0.6
Coefficient of variation	0.3	2.4	1.2	0.5	0.3
Greece	3.7	- 0.1	0.3	2.6	1.9
Portugal	6.2	3.5	- 0.3	- 1.7	2.2
Spain	0.2	0.9	2.1	2.2	1.8

Sources: European Economy, OECD Economic Outlook and national sources.

1 Preliminary.

2 1982 GNP/GDP weights.

(percentage change, annual rates)

	1979	1982	1983	1984	1985	12 months to December 1985
Belgium	4.5	8.7	7.7	6.3	4.9	4.0
Denmark	9.6	10.1	6.9	6.3	4.7	3.6
France	10.8	11.8	9.6	7.4	5.8	4.7
Germany	4.1	5.3	3.3	2.4	2.2	1.8
Ireland	13.2	17.1	10.5	8.6	5.4	4.9 ¹
Italy	15.7	16.4	14.9	10.6	8.6	8.6
Netherlands	4.2	5.9	2.8	3.3	2.2	1.7
United Kingdom	13.4	8.6	4.6	5.0	6.1	5.7
Average ²	9.7	9.6	7.2	5.8	5.0	4.5
Standard deviation	4.7	4.5	4.1	2.7	2.1	2.2
Coefficient of variation	0.5	0.5	0.6	0.5	0.4	0.5
Greece	19.0	21.0	20.2	18.4	19.3	25.0
Portugal	23.7	22.7	25.1	28.9	19.6	16.8
Spain	15.7	14.4	12.2	11.3	8.8	8.1

Sources: National data and definitions.

1 4th quarter to 4th quarter.

2 1982 private consumption weights.

Table 4

Compensation per employee
(percentage change)

	1979	1982	1983 ¹	1984	1985 ¹
Belgium	5.5	7.9	6.7	6.2	5.7
Denmark	9.4	11.5	6.4	4.9	3.7
France	13.3	14.5	10.9	8.1	5.9
Germany	5.9	4.2	3.9	3.2	3.2
Ireland	18.2	15.7	9.3	9.6	7.0
Italy	17.9	17.3	16.0	12.1	10.2
Netherlands	6.0	5.6	3.4	0.6	1.4
United Kingdom	15.0	8.4	8.7	5.5	7.7
Average ²	12.2	10.4	9.1	6.6	6.3
Standard deviation	5.4	4.9	4.1	3.6	2.8
Coefficient of variation	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
Greece	22.0	26.8	19.7	21.3	19.0
Portugal ³	23.5	17.9	17.8	18.1	22.7
Spain ³	23.7	15.8	15.1	11.7	11.5

Sources: European Economy, OECD Economic Outlook and OECD Main Economic Indicators.

1 Preliminary.

2 1982 employment weights.

3 Hourly earnings.

Table 5

Money supply (M2 or M3)

(percentage change during year)

	1979	1982	1983	1984	1985
Belgium (M2)	6.4	7.1	8.1	4.5	2.6 Sept.
Denmark (M2)	10.7	11.1	25.1	17.7	9.9 Nov.
France (M2R)	14.2	10.7	11.2	8.3	8.4 Oct.
Germany (M3)	5.8	7.2	5.6	4.7	5.1 Dec.
Ireland (M3)	18.7	13.1	5.6	10.1	7.7 Nov.
Italy (M2)	20.3	17.8	12.2	12.0	13.3 Nov.
Netherlands (M2)	6.7	7.2	10.8	8.7	9.7 Oct.
United Kingdom (£M3)	12.0	9.5	11.1	9.8	15.1 Dec.
Average*	11.9	10.5	11.2	9.5	9.0
Standard deviation	5.6	3.7	6.2	4.2	4.1
Coefficient of variation	0.5	0.4	0.6	0.4	0.5
Greece (M3)	18.2	28.9	20.2	29.4	29.3 Oct.
Portugal (M2)	36.6	26.6	20.0	27.3	27.9 Jun.
Spain (M3)	18.8	14.0	12.9	11.9	7.4 Oct.

Sources: National data and definitions.

* Unweighted.

Long-term interest rates

(per cent., annual averages)

	1979	1982	1983	1984	1985	December 1985
Belgium	9.7	13.4	11.8	12.0	10.6	9.6
Denmark	16.7	20.5	14.4	14.0	11.6	9.9
France	10.9	16.0	14.4	13.4	11.9	11.3
Germany	7.4	8.9	7.9	7.8	6.9	6.5
Ireland	15.1	17.1	13.9	14.6	12.7	11.8
Italy	13.6	20.3	17.9	14.8	13.1	13.3
Netherlands	8.8	9.9	8.2	8.1	7.3	6.9
United Kingdom	13.0	12.7	10.8	10.7	10.6	10.5
Average ¹	11.9	14.9	12.4	11.9	10.6	10.0
Standard deviation	3.2	4.4	3.4	2.8	2.3	2.3
Coefficient of variation	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
Greece	11.2	15.4	18.2	18.5	15.8	13.1 ²
Portugal	16.8	16.8	19.5	21.5	20.8	20.1 ³
Spain	n.a.	n.a.	16.9	16.5	13.5	12.1 ²

Sources: National data and definitions.

1 Unweighted.

2 November.

3 August.

Unemployment

(in per cent. of civilian labour force, annual averages)

	1979	1982	1983	1984	1985*
Belgium	8.4	13.1	14.4	14.5	13.8
Denmark	5.8	9.8	10.4	10.0	9.1
France	6.0	8.8	9.0	9.9	10.7
Germany	3.3	6.8	8.4	8.4	8.4
Ireland	7.4	12.8	14.6	16.1	17.1
Italy	7.5	10.5	10.8	12.0	12.6
Netherlands	5.5	11.7	14.0	14.2	13.2
United Kingdom	4.9	10.6	11.5	11.8	12.0
Average	5.5	9.4	10.3	10.9	11.1
Standard deviation	1.8	2.4	2.8	3.0	3.0
Coefficient of variation	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Greece	1.9	5.8	7.9	8.1	8.3
Portugal	8.0	7.6	10.8	10.5	11.0
Spain	9.9	16.3	17.8	20.6	22.3

Sources: European Economy and OECD Economic Outlook.

* Preliminary.

Table 8

Revised

Net borrowing of general government

(in per cent. of GDP)

	1979	1982	1983	1984	1985 ¹	Memo item: gross public debt in per cent. of GDP	
						1980	1985
Belgium	7.1	11.0	11.7	9.9	8.6	76.1	116.0
Denmark	1.7	9.3	7.4	4.6	2.9	33.5	68.6
France	0.7	2.7	3.1	2.8	3.2	25.0	35.9
Germany	2.7	3.3	2.5	1.9	1.2	32.6	42.6
Ireland	11.6	13.8	11.8	10.1	11.5	85.9	124.3
Italy	9.5	12.7	12.4	13.5	13.6	93.9	120.4
Netherlands	4.5	7.1	6.5	6.3	5.9	45.9	72.3
United Kingdom	3.6	2.3	3.6	3.8	3.3	59.7	59.7
Average ²	3.9	5.4	5.4	5.3	5.2	50.5	64.3
Standard deviation	4.1	5.4	4.7	4.4	4.8	27.2	40.0
Coefficient of variation	1.1	1.0	0.9	0.8	0.9	0.5	0.6
Greece	2.4	9.7	8.9	9.9	12.5	27.7	54.5
Portugal ³	10.9	11.1	11.0	12.9	11.6	n.a.	n.a.
Spain	1.8	5.3	5.3	5.0	4.8	17.4	43.2

Sources: European Economy and OECD Economic Outlook.

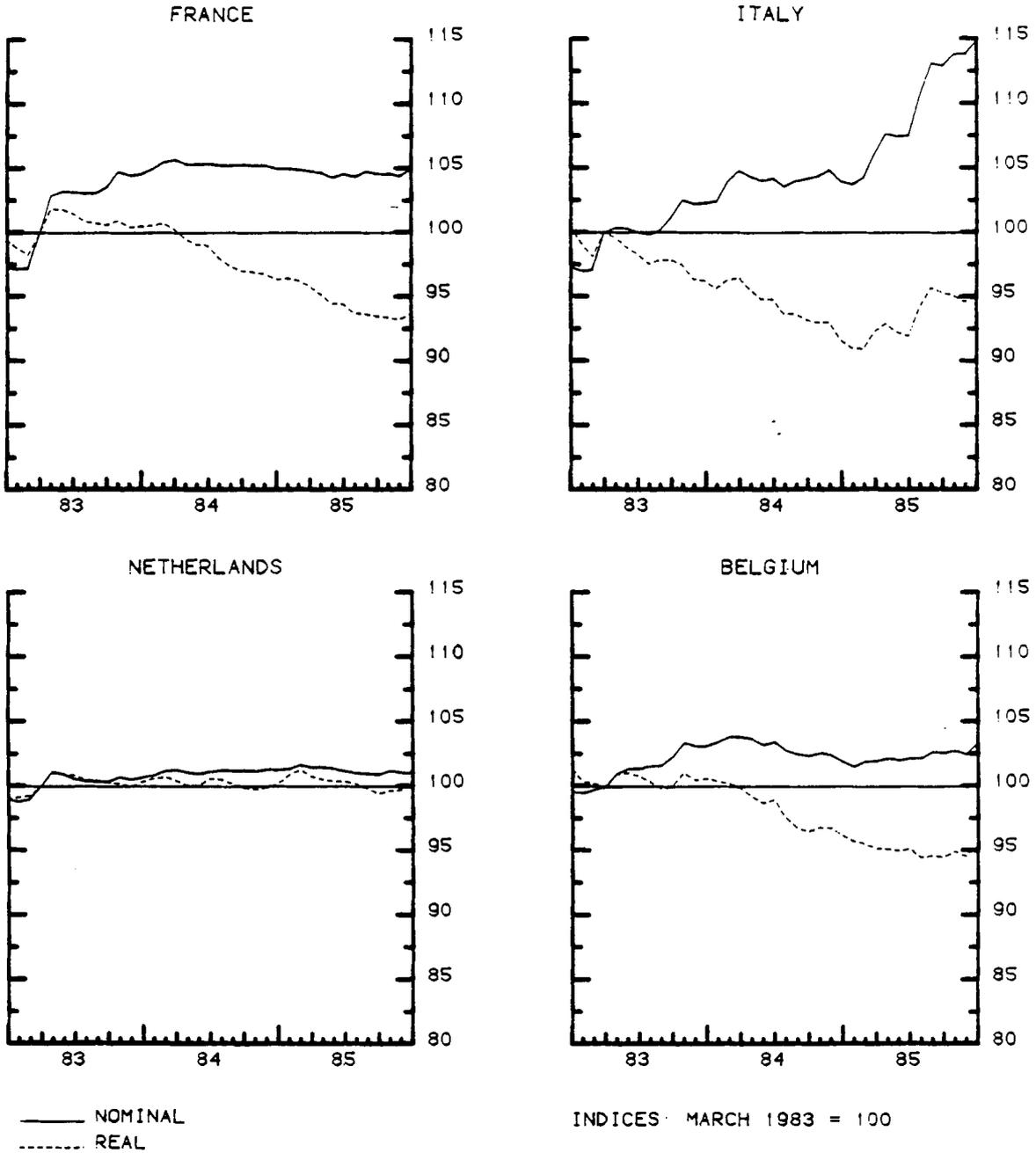
1 Preliminary.

2 1982 GDP/GNP weights.

3 Central government.

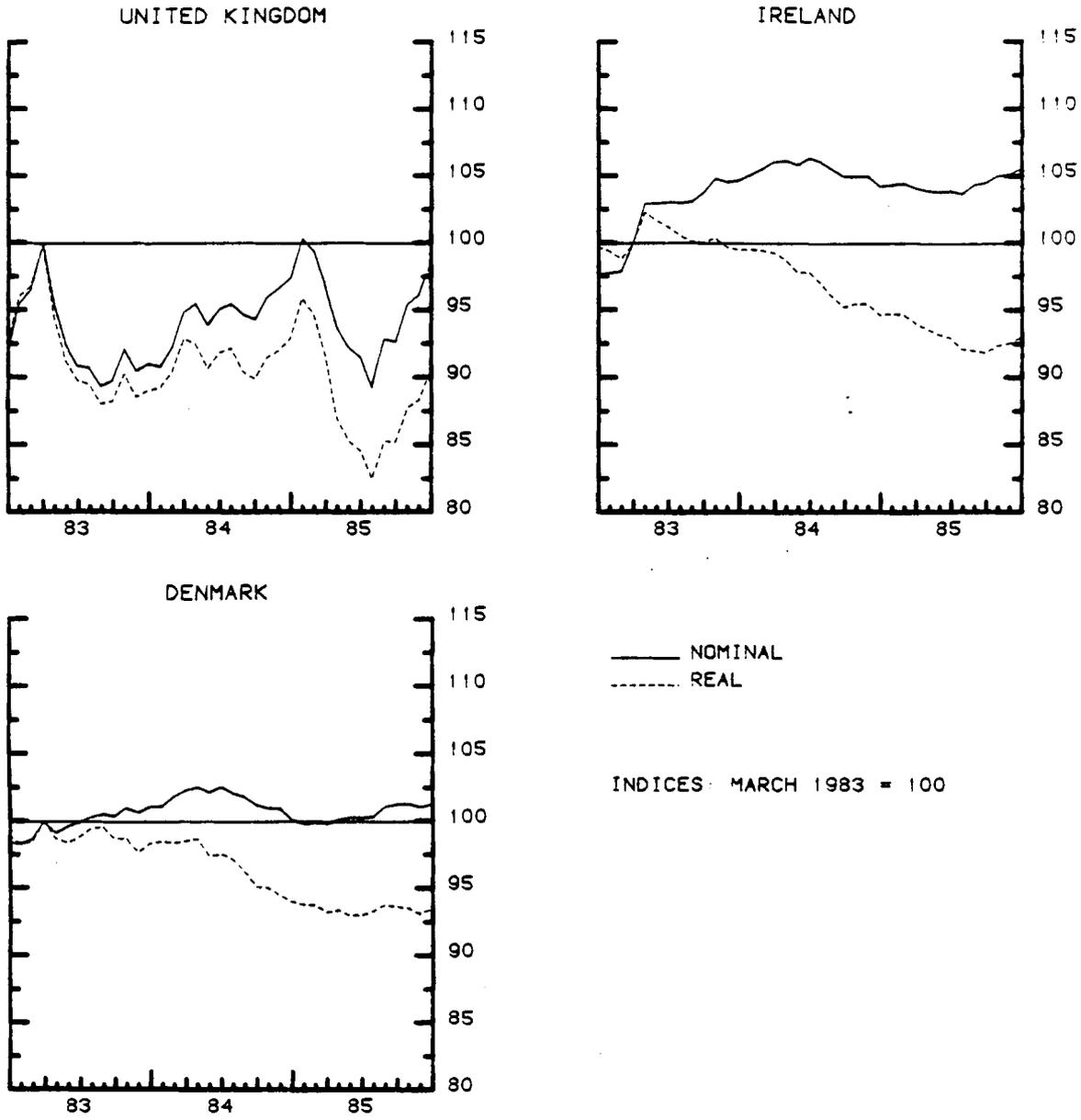
GRAPH 9

NOMINAL AND REAL BILATERAL EXCHANGE RATES AGAINST THE DM



GRAPH 10

NOMINAL AND REAL BILATERAL EXCHANGE RATES AGAINST THE DM



GRAPH 11

NOMINAL AND REAL BILATERAL EXCHANGE RATES AGAINST THE DM

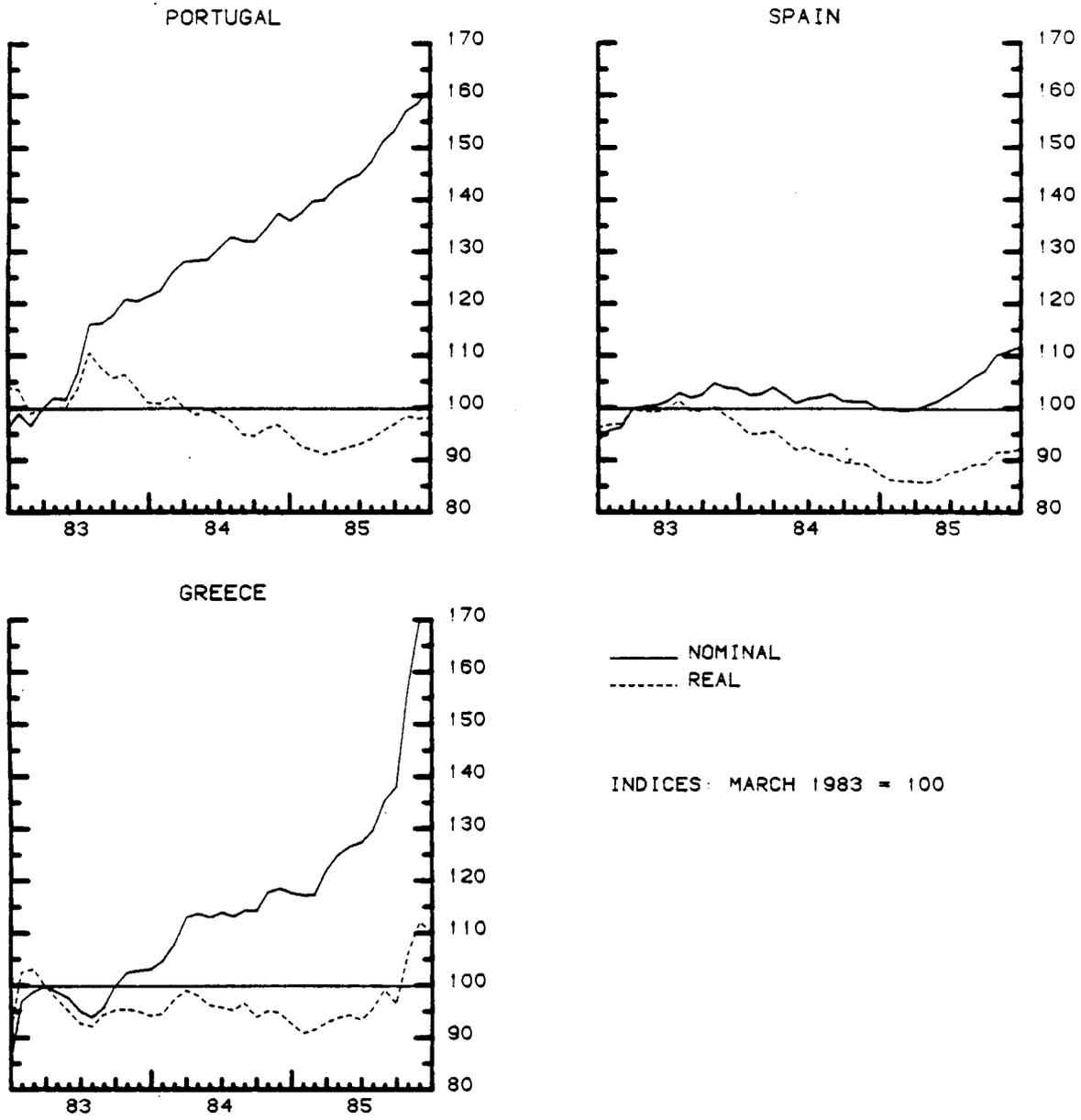


Table 12

Current-account balances
(in billions of US dollars)

	1979	1982	1983	1984	1985 ¹
Belgium	- 3.1	- 2.6	- 0.4	- 0.1	0.3
Denmark	- 3.0	- 2.3	- 1.2	- 1.6	- 2.2
France	5.1	- 12.1	- 5.2	- 0.9	0.8
Germany	- 6.1	3.3	4.2	6.0	13.1
Ireland	- 2.1	- 1.9	- 1.1	- 0.9	- 0.5
Italy	1.4	- 5.7	0.6	- 2.9	- 7.3
Netherlands	- 0.5	3.7	3.9	4.9	6.3
United Kingdom	- 1.5	8.1	4.7	1.3	4.6
Average ²	- 1.2	- 1.2	0.7	0.7	1.9
Standard deviation	3.4	6.3	3.4	3.2	6.1
Coefficient of variation	2.8	5.2	4.9	4.5	3.2
Greece	- 1.9	- 1.9	- 1.9	- 2.1	- 3.0
Portugal	- 0.1	- 3.2	- 1.6	- 0.6	- 0.3
Spain	1.1	- 4.2	- 2.5	2.1	2.3

Sources: National data and definitions.

1 OECD estimates, except for Denmark, Germany and the United Kingdom.

2 Unweighted.