

PROTOKOLL*

DER 214. SITZUNG DES AUSSCHUSSES DER PRÄSIDENTEN
DER ZENTRALBANKEN DER MITGLIEDSTAATEN
DER EUROPÄISCHEN WIRTSCHAFTSGEMEINSCHAFT
BASEL, DIENSTAG, 14. APRIL 1987, 10 UHR

Anwesend sind: der Gouverneur der Banca d'Italia und Ausschussvorsitzende, Herr Ciampi, begleitet von den Herren Dini, Masera und Micossi; 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 Karamouzis; der Gouverneur der Banco de España, Herr Rubio, begleitet von den Herren Sánchez-Pedreño und Durán; der Gouverneur der Banque de France, Herr de Larosière, begleitet von den Herren Waitzenegger und Cappanera; der Gouverneur der Central Bank of Ireland, Herr Ó Cofaigh, begleitet von den Herren O'Grady Walshe und Reynolds; der Präsident der Nederlandsche Bank, Herr Duisenberg, begleitet von den Herren Szász und Benard; der Gouverneur der Banco de Portugal, Herr Tavares Moreira, begleitet von Herrn Pego Marques; der Gouverneur der Bank of England, Herr Leigh-Pemberton, begleitet von den Herren Loehnis und Kirby; 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 Expertengruppe. Ebenfalls anwesend sind der Generalsekretär des Ausschusses, Herr Morelli, und sein Beigeordneter, Herr Bascou, sowie die Herren Scheller und Cook und die Herren Bockelmann und Dagassan.

* Endgültige, in der Sitzung vom 15. Juni 1987 gebilligte Fassung, die gegenüber dem Entwurf nur einige Änderungen redaktioneller Art aufweist.

I. Billigung des Protokolls der 213. Sitzung

Der Ausschuss billigt einstimmig das Protokoll der 213. Sitzung, vorbehaltlich einiger Aenderungen redaktioneller Art, die im endgültigen Text Berücksichtigung finden.

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

- Vorlage des Berichts über die Entwicklung an den Devisenmärkten der an der Konzertation beteiligten Länder im März und in den ersten Apriltagen 1987 durch Herrn Dalgaard;
- Verabschiedung des Ausschussberichts an die EG-Finanzminister;
- Monatsstatistiken.

Herr Dalgaard kommentiert den dem Protokoll beigefügten Bericht und hebt einige Elemente hervor, insbesondere:

- die relative Stabilität des Dollars gegenüber den EWS-Währungen seit Mitte Januar,
- den grossen Wertgewinn des Yen und den etwas geringeren des Pfund Sterling zwischen Anfang März und Mitte April;
- die Entwicklung eines für den Dollar günstigen Zinsgefälles infolge von Zinssatzerhöhungen in den Vereinigten Staaten und -senkungen in Japan, Grossbritannien und einigen EWS-Ländern;
- das gewaltige Volumen der Interventionen zur Stützung des Dollars (mehr als \$ 32 Mrd. netto von Anfang März bis zum 10. April), wovon etwa 50 % auf die Bank of Japan und ca. 10 % auf die Federal Reserve Bank of New York entfielen;
- das Fehlen von Spannungen im EWS und die relativ günstige Lage der Währungen, die vor der Leitkursanpassung im Januar unter Abwertungsdruck standen; infolgedessen profitierten die entsprechenden Länder, insbesondere Frankreich, Belgien und Dänemark,

- von sehr bedeutenden Kapitalrückflüssen und konnten ihre Zinssätze senken;
- die Diversifizierung der Interventionstechniken und -währungen; es kam zu einigen Verkäufen von Yen gegen Dollar und im EWS konzentrierten sich die Interventionen auf den Dollar, während andere europäische Währungen, einschliesslich der privaten ECU, nur wenig verwendet wurden, nachdem die Deutsche Bundesbank ihre Partner ersucht hatte, keine D-Mark mehr zu kaufen, um deren Kursanstieg zu vermeiden.

A. Referat von Herrn Dini

Die Stellvertreter nehmen eine Anzahl geringfügiger Aenderungen des von Herrn Dalgaard vorgelegten Berichtsentwurfs zur Kenntnis. Ihre Bemerkungen betreffen vor allem die jüngste Entwicklung bei den offiziellen Interventionen der an der Konzertation teilnehmenden Länder zur Stützung des US-Dollars und der Bremsung des Kursanstiegs des Yen. Es wird vermerkt, dass diese Interventionen im März ein noch nie dagewesenes Ausmass erreicht haben (rund US-\$ 21 Mrd.), so dass der Gesamtbetrag der Nettointerventionen im ersten Quartal 1987 sich auf rund US-\$ 37 Mrd. beläuft. Letzterer Betrag ist wahrscheinlich höher als das Leistungsbilanzdefizit der Vereinigten Staaten im gleichen Zeitraum, was bedeutet, dass die Bilanz des privaten Kapitalverkehrs der Vereinigten Staaten defizitär geworden ist. Es stellt sich daher die Frage, ob das gegenwärtige Zinsgefälle zwischen den Vereinigten Staaten und den anderen grossen Kapitalmärkten genügt, um angemessene Mittelzuflüsse in die Vereinigten Staaten zu gewährleisten. In mehr genereller Hinsicht wird unterstrichen, dass die Interventionen kaum wirksam sind, wenn sie nicht durch damit in Einklang stehende Signale der jeweiligen Innenpolitik ergänzt werden.

Gewisse Stellvertreter fragen sich auch, ob unter bestimmten Umständen zwecks Wiederherstellung des Bewusstseins des zweiseitigen Risikos auf den Devisenmärkten nicht der Versuch angebracht wäre, den Dollar dann durch offizielle Interventionen zu stützen, wenn der Druck am Markt nachlässt, anstatt im Rahmen einer Strategie des "Gegen-den-Wind-Segelns" zu intervenieren. Dieser letztere Ansatz kann sich als wirksam erweisen, wenn er von entsprechenden Signalen begleitet wird, was aber

offenbar im derzeitigen Moment, wo die Vereinigten Staaten wie auch z.B. Japan mit sehr komplexen nationalen Problemen zu kämpfen haben, nicht der Fall ist.

Die Stellvertreter stellen fest, dass eine der Hauptursachen für die jüngste Entwicklung auf den Devisenmärkten allem Anschein nach die veränderte Haltung der japanischen Anleger und Vermögensverwalter ist; diese scheinen nun erneute Wechselkursverluste bei den Dollaraktiva zu fürchten und verstärken die Diversifizierung ihrer Fremdwährungsanlagen. Im Moment scheinen hauptsächlich der kanadische und der australische Dollar, Vermögenswerte in Pfund Sterling (Staatspapiere) und hochverzinsliche EWS-Währungen, jedoch nur in geringem Mass DM-Anlagen die japanischen Marktteilnehmer anzuziehen. Vermehrte japanische Anlagen in D-Mark könnten zu einem Wiederaufleben der Spannungen im EWS führen. Wenn eine solche Entwicklung eintritt und/oder der Abwertungsdruck auf den Dollar anhält, müssten in pragmatischer Weise angemessene Massnahmen erwogen werden, einschliesslich Aenderungen der Zinssätze oder der Wechselkurse. Einige Stellvertreter fragen sich, ob es nicht angezeigt wäre, vor dem tatsächlichen Eintreten einer solchen Entwicklung Aktionsmöglichkeiten zu prüfen, um in besser koordinierter Weise reagieren zu können, wenn der Druck auf die Wechselkurse spürbar wird.

In Beantwortung einer spezifischen Bemerkung eines der Stellvertreter über den Wunsch der deutschen Behörden, die anderen EG-Zentralbanken möchten DM-Käufe unterlassen, wurde vermerkt, dass der Erwerb von D-Mark im Rahmen von Interventionen innerhalb der Bandbreite unter den gegenwärtigen Umständen nicht wünschenswert ist, wenn man ein Anziehen der deutschen Währung sowohl gegenüber dem US-Dollar als auch gegenüber den anderen Währungen des EWS vermeiden und so zum weiteren Zusammenhalt des Systems beitragen will.

Die Frage der europäischen Interventionen in Yen war ebenfalls Gegenstand von Diskussionen. Obschon solche Interventionen nützlich sein können, wenn dem Markt klar ist, dass sie koordiniert erfolgen, zeigen sich die Stellvertreter diesbezüglich besorgt, und zwar aus mehreren Gründen:

- Man kann von den europäischen Zentralbanken nicht gut verlangen, sie sollten sich zum Schutz anderer Währungen als ihrer eigenen in Yen verschulden.

- Das beim Verkauf geborgter Yen gegen Dollar eingegangene Kursrisiko würde von den intervenierenden Zentralbanken getragen.
- Ueberdies würden die europäischen Zentralbanken intervenieren, ohne die Politik der beiden direkt betroffenen Länder beeinflussen zu können.

Den amerikanischen Behörden sind natürlich Interventionen der europäischen Zentralbanken auf dem Yen/Dollar-Markt willkommen. Es wurde erwähnt, dass das Problem der Yen-Interventionen auf bilateraler Ebene zwischen gewissen Zentralbanken des EWS und Japan diskutiert worden ist. Diesbezüglich fiel auch die Bemerkung, dass es eigentlich an der Federal Reserve wäre, die Frage der Kreditaufnahme in Yen und anderen Währungen zu prüfen, was die Interventionslast der anderen Zentralbanken, die Dollarguthaben anhäufen und das damit verbundene Kursrisiko tragen müssen, mildern würde.

Im Rahmen ihrer Diskussion über den Yen profitierten die Stellvertreter von einem Referat des volkswirtschaftlichen Beraters der BIZ über die jüngsten Entwicklungen der Zahlungsbilanzen, der Zinssätze und der Wechselkurse, im wesentlichen zwischen Deutschland und Japan. Wenn der Ausschuss damit einverstanden ist, könnte Herr Bockelmann in diesem Stadium der Diskussionen seine Erwägungen den Zentralbankpräsidenten darlegen.

B. Referat von Herrn Bockelmann

Bei der Prüfung der Frage des Yen-Kurses gegenüber den europäischen Währungen wurde die D-Mark stellvertretend für die EWS-Währungen genommen. Die Verwendung eines gewogenen Durchschnitts wie der ECU würde die Berechnungen komplizieren, ohne vollständigere oder bessere Informationen zu liefern.

Als im Februar/März 1985 die lange Talfahrt des Dollars begann, haben sich der Yen und die D-Mark während einiger Zeit weitgehend parallel entwickelt: Der Wechselkurs Yen/D-Mark verharrte bis im März 1986 (mit Ausnahme von Juli - September 1985) relativ stabil in einer Bandbreite von Yen 78-82 für 1 D-Mark. Seither sind drei verschiedene Phasen beobachtet worden:

- a) Von April bis Juli 1986 wertete sich der Yen gegenüber der D-Mark um ca. 5 % auf.
- b) Vom Juli 1986 bis Ende Februar 1987 legte die D-Mark gegenüber dem Yen ca. 15 % zu.
- c) Seit Ende Februar 1987, d.h. seit dem "Louvre-Abkommen", hat sich dieser Trend umgekehrt. Der Wechselkurs Yen/D-Mark ist wieder in die Bandbreite Yen 78-82 für 1 D-Mark zurückgekehrt.

Man könnte daher meinen, dass es keinen Grund zur Sorge mehr gibt. Es wäre jedoch nützlich, sich eine längerfristige Perspektive zu eigen zu machen. Vor Februar 1985 tendierte die D-Mark auf längere Sicht gegenüber dem Yen eher niedriger. Bereinigt um das Gefälle der Lohnstückkosten sank der Kurs der D-Mark gegenüber dem Yen im Februar 1985 um etwa 20 % unter seinen Durchschnitt 1981/82. Real gesehen wertete sich die japanische Währung seit 1980 gegenüber der D-Mark auf, mit einer kurzen Unterbrechung 1981/82.

Trotz dieser "realen" Aufwertung des Yen hat sich der Handelsbilanzüberschuss Japans gegenüber Deutschland und den anderen EG-Mitgliedsländern in den letzten Jahren stark ausgeweitet (s. Tabelle 1). Insbesondere im Jahre 1986 war dieser Ueberschuss gegenüber Deutschland, in Dollar ausgedrückt, um rund 55 % höher als im Vorjahr; gegenüber der EG insgesamt war der Zuwachs nur wenig kleiner.

Zwar geben die Saldi des bilateralen Handels allein noch kein vollständiges Bild, aber auch auf den Drittmärkten haben die japanischen Exporteure gute Ergebnisse erzielt, verglichen mit denen ihrer EG-Konkurrenten.

Die trotz einer scheinbaren Einbusse an Wettbewerbsfähigkeit gegenüber Deutschland (und anderen EWS-Währungen) verbesserten Handelsergebnisse der japanischen Wirtschaft in den letzten Jahren beleuchten die Grenzen von statischen internationalen Preis- und Kostenvergleichen in einer Welt rapider technologischer Veränderungen und Wachstums. Solche Vergleiche beruhen auf Durchschnittswerten, die für die Wirtschaft als Ganzes gelten. Ein weit über dem Durchschnitt liegender Produktivitätszuwachs bei den international gehandelten Gütern, wie auch ein entscheidender Vorsprung bei der Entwicklung und der Vermarktung neuer Produkte können auf die internationale Wettbewerbsfähigkeit einen Einfluss haben, der in den Vergleichen aufgrund realer Wechselkurse nicht erfasst wird.

Der (nominale) Wertzuwachs des Yen in den letzten Jahren hat die, verglichen mit den japanischen, (nominal) günstigeren deutschen Zinssätze mehr als wettgemacht. Im Nachhinein hat sich der Yen als bessere Anlage als die D-Mark erwiesen.

Zieht man in Betracht, dass die Entwicklung des Yen/DM-Kurses bis Februar 1985 grosso modo sowohl den Renditeerwägungen als auch den Zahlungsbilanztendenzen zu entsprechen schien, dann erscheint die Stabilität dieses Kurses während etwas mehr als zwei Jahren nicht mehr so selbstverständlich wie auf den ersten Blick. Die vorübergehende Abwertung des Yen gegenüber der D-Mark, die sich eben erst wieder umgekehrt hat, war besonders bedenklich. Was konnten die Gründe dafür sein? Konnten diese auch weiterhin ihre Wirkungen zeitigen? Drei mögliche Erklärungen kommen einem in den Sinn:

a) Die japanische Wirtschaft, für die der Dollar eine viel grössere Rolle spielt als für Deutschland, schien im Spätsommer 1986 vom Kurssturz der amerikanischen Währung viel härter getroffen. Die Marktteilnehmer schienen daher anzunehmen, dass die japanischen Behörden bereit wären, auf dem Gebiet der allgemeinen Wirtschaftspolitik und der Geldpolitik viel grössere Konzessionen zu machen und sich stärker um die Verhinderung eines erneuten Wertgewinns des Yen gegenüber dem Dollar zu bemühen. Ende Oktober schien diese Erwartung erfüllt und verstärkt durch das Baker/Miyazawa-Abkommen, mit dem die Parität Yen/Dollar stabilisiert werden sollte, und durch die gleichzeitige Senkung des japanischen Diskontsatzes. Natürlich spielt dieser Faktor jetzt eine geringere Rolle als im zweiten Halbjahr 1986.

b) Auch das Zinsgefälle entwickelte sich 1986 zugunsten der D-Mark, sowohl am kurzen als auch am langen Ende des Marktes. Ueberdies ist zwar die Teuerung in Japan gering, jedoch hat die Bank of Japan ihre Besorgnis über die lebhafte Expansion der Börse und starke Verteuerung der Bodenpreise in Tokio geäußert, die ihrerseits auf überschüssige Liquidität zurückgehen.

c) Schwindendes Vertrauen in den US-Dollar (verbunden mit einer Verminderung des Gefälles der längerfristigen Zinsen Dollar/D-Mark) kann die japanischen Anleger dazu gebracht haben, sich international zu diversifizieren und zu versuchen, einen Teil ihrer (neuen) Anlagen von den

Vereinigten Staaten nach Deutschland umzuleiten. Diese Bewegung könnte die D-Mark gegenüber dem Dollar und dem Yen noch stärken.

Von diesen Ursachen ist die dritte (c) die potentiell gefährlichste. Angesichts der anhaltenden, enormen Leistungsbilanzüberschüsse Japans und der Diversifizierungspolitik der privaten japanischen Anleger haben die vom Privatsektor der japanischen Wirtschaft gehaltenen Portfeuillees ausländischer Vermögenswerte (hauptsächlich relativ liquide Titel, insbesondere am amerikanischen und am deutschen Markt) sehr grosse Ausmasse erreicht. Versuche, diese Anlagen auf andere Länder, insbesondere Deutschland, umzuverteilen, selbst nur am Rande mit Neuanlagen, könnten in einem Klima grosser Unsicherheit hinsichtlich der Wechselkurse zu Aufwertungsdruck auf die D-Mark gegenüber dem Dollar und dem Yen führen. In anderen Worten, die wahre Gefahr liegt im grossen Diversifizierungspotential der japanischen Anleger, die Aktiva in D-Mark solchen in Yen und in Dollar vorziehen könnten. Wenn man die Aussichten für Handel und Teuerung vergleicht, scheinen die langfristigen Zinssätze in Deutschland an und für sich vielleicht nicht hoch genug, um grosse und lang dauernde Portfolioanlagen in diesem Land lohnend zu machen. Dennoch könnte eine veränderte Einschätzung der Aussichten für die amerikanische Währung und der Wunsch, das mit dem Dollar verbundene Kursrisiko so gering wie möglich zu halten, kurzfristig zu grossen Verlagerungen japanischer Anlagen auf DM-Aktiva und einer erneuten Aufwertung der D-Mark gegenüber dem Yen führen.

Es wäre daher vielleicht nützlich, das Anlageverhalten japanischer Portfeuillees näher zu untersuchen. Die langfristigen japanischen Kapitalexporte beliefen sich 1985 auf netto US-\$ 65 Mrd., damals ein Rekord; dieser Betrag entfiel fast zur Gänze auf Nettokäufe von ausländischen Anleihen. 1986 betrugen die langfristigen Kapitalexporte netto US-\$ 132 Mrd. Im Jahre 1985 hatten sich, selbst in Zeiten rückläufiger Dollarkurse, die Aktivitäten japanischer Anleger am Anleihemarkt im wesentlichen auf Dollar-denominierte Titel konzentriert. In der Tat sahen die japanischen Anleger 1985 die Schwäche des Dollars als günstige Gelegenheit für Käufe an.

1986 war dies anders. Obschon wir noch nicht über detaillierte Angaben über die von den Japanern getätigten Käufe ausländischer Anleihen verfügen, scheint doch eine gewisse Diversifizierung zu Lasten der auf

Dollar lautenden Wertpapiere eingetreten zu sein. In jüngster Zeit hat sie offenbar an jenen Anleihenmärkten stattgefunden, deren Erträge höher als jene des japanischen Marktes sind, wie z.B. britische Staatsanleihen oder Titel in kanadischen und in australischen Dollar. Das den DM-Aktiva entgegengebrachte Interesse beruht nicht nur auf Renditeerwägungen, sondern auch auf der Stabilität dieser Währung gegenüber dem Yen.

Das Verzinsungsniveau der japanischen Staatsanleihen erklärt teilweise dieses vermehrte Interesse für ausländische Anleihen. Die langfristigen Sätze haben im Februar deutlich (für japanische Verhältnisse) nachgegeben. Die durchschnittliche Rendite staatlicher Anleihen auf zehn Jahre beträgt 4,87 %, was der niedrigste Stand seit Kriegsende ist.

Seit einiger Zeit werden die japanischen Anleger von Anleihen mit hohem Zinskupon angezogen. (Manchmal weisen daher Anleihen mit höherer laufender Verzinsung einen niedrigeren Ertrag auf Verfall auf als ähnliche Anleihen mit niedrigerer laufender Verzinsung - was man als "umgekehrten Kuponeffekt"/"reverse coupon effect" bezeichnet.) Dies ist einer der Gründe, warum die japanischen Anleger in den letzten Jahren den Markt der amerikanischen Staatsanleihen bevorzugten. Derzeit wird die "Referenzemission" auf dem japanischen Markt (sog. "benchmark issue", neunundachtzigste Begebung mit Verfall 1996) nur mit 5,1 % verzinst. Im Vergleich dazu sind ausländische Emissionen mit höherer laufender Verzinsung - wie z.B. britische Staatsanleihen - sehr attraktiv.

Der deutsche Rentenmarkt ist immer mehr zu einem Zufluchtsort ausländischer Mittel, einschliesslich japanischer, geworden. Seit 1984, als die Quellensteuer (25 %) auf die Zinszahlungen von Wertpapieren in ausländischem Besitz abgeschafft wurde, war er Gegenstand wachsenden Interesses. In jüngster Zeit war die ausländische Aktivität auf dem deutschen Rentenmarkt in der Tat intensiv. Man schätzt, dass im vierten Quartal 1986 die Gebietsfremden deutsche Anleihen im Gesamtbetrag von DM 15,4 Mrd. kauften, was rund 90 % der gesamten Käufe deutscher Anleihen entspricht. In den meisten Fällen wurden staatliche Anleihen, insbesondere Bundesanleihen gekauft. Die Bundesbank schätzt, dass vier Fünftel der Kreditaufnahme der öffentlichen Hand am Anleihemarkt durch ausländische Anleger finanziert worden sind. Auch deutsche Aktien stiessen auf grosses Interesse ausländischer Käufer.

Dies zeigt, wie sehr sich die Kapitalmärkte internationalisiert haben und die Währungen Schwankungen infolge von Änderungen der Anlagepräferenzen ausgesetzt sind. Ganz offensichtlich ist es schwer zu erraten, ob die japanischen Anleger wie bisher auch weiterhin an Dollartiteln interessiert sein werden, und welche sonstigen ausländischen Aktiva sie als gute Alternativen ansehen könnten. Man kann auch nicht wissen, ob sie einen höheren Zinsaufpreis verlangen werden, um das mit der Haltung von Dollartiteln verbundene Kursrisiko auszugleichen. Bekanntlich sind die langfristigen Zinssätze in den Vereinigten Staaten kürzlich angestiegen, während sie in Deutschland zurückgingen und der Dollar sich gegenüber dem Yen weiter abwertete.

Zieht man die längerfristige Entwicklung des Handels in Betracht, wird deutlich, dass ein Rückgang des Yen-Kurses gegenüber den EWS-Währungen nicht wünschenswert ist; zweifellos würde er den protektionistischen Druck in den Mitgliedsländern des EWS erheblich verstärken und die Schwierigkeiten noch erhöhen, denen sich diese Länder bei der Anpassung an einen schwächeren Dollar und der Gewährleistung eines - selbst bescheidenen - Wirtschaftswachstums gegenüber sehen.

C. Diskussion des Ausschusses

Herr Pöhl ist der Ansicht, man könne den Wertzuwachs des Yen gegenüber den europäischen Währungen wünschenswert finden, wenn man die Handelsbilanzsituation zwischen den EG-Ländern und Japan ansehe und wenn man bedenke, dass der Yen ja nur wieder auf seinen Stand vom Frühjahr 1986 zurückkomme. Diese Entwicklung werfe jedoch Probleme auf. Erstens könnten die Märkte glauben, dass es um das "Louvre-Abkommen" schlecht stehe, und die Spannungen könnten vom Yen auf die europäischen Währungen und insbesondere die D-Mark übergreifen. Vorläufig habe man mit enormen Dollarkäufen diese Gefahr in Schranken halten können. Zweitens habe die Polarität Dollar/Yen Konsequenzen bei den Zinsen; in den Vereinigten Staaten habe eine deutliche Erhöhung stattgefunden, was für das Wirtschaftswachstum in diesem Land und für die Verschuldung der Dritten Welt ungünstig sei. Ueberdies hätten die Amerikaner auf den Devisenmärkten interveniert und für mehr als \$ 3 Mrd., d.h. für noch nie dagewesene Beträge, Dollar gegen Yen gekauft. Sie hätten dies allerdings heimlich getan, obschon es

besser gewesen wäre, sie hätten es bekanntgegeben, um mehr Eindruck auf die Märkte zu machen. Hinter diesem Wunsch nach Geheimhaltung stehe vielleicht die Furcht, dass der amerikanische Kongress und die öffentliche Meinung zu einem Zeitpunkt, wo von einem Handelskrieg mit Japan gesprochen werde, an Massnahmen zur Verhinderung einer Yen-Aufwertung Anstoss nehmen könnten.

In Deutschland mache man sich Sorgen über die Möglichkeit, dass japanische Kapitalexperte von New York nach Europa umgeleitet würden. Grossbritannien habe schon einige Zuflüsse verzeichnet, die ihm ermöglichen, seine Reserven wieder aufzubauen und die Zinssätze zu senken. Ein massiver Zustrom nach Deutschland hätte schädliche Auswirkungen. Gemäss den verfügbaren Zahlen sei es noch nicht dazu gekommen. Die Zuflüsse langfristigen Kapitals seien im Februar (DM 600 Mio.), verglichen mit den Rekordzuflüssen im Januar (DM 12 Mrd.) stark rückläufig gewesen; für letztere seien weitgehend Spekulationen auf eine Leitkursanpassung ursächlich gewesen. Im März sei anscheinend wieder eine Zunahme eingetreten; sie scheine zwar nicht sehr bedeutend, aber es bestehe doch weiterhin die potentielle Gefahr einer massiven Umleitung japanischen Kapitals.

Als nach dem Louvre-Abkommen auf den Devisenmärkten wieder Ruhe einkehrte, habe die Bundesbank auf Interventionen verzichten können; seit März habe sie jedoch für beschränkte Beträge und aus symbolischen Gründen mit Käufen von Dollar gegen Yen wieder interveniert. Da letztere Währung in den Zentralbankreserven fehlte und man das Swapnetz mit der Bank of Japan nicht beanspruchen wollte, habe die Bundesbank Yen gegen Dollar bei der Danmarks Nationalbank, die in diesem Fall eine solidarische Geste für die Stabilisierung des Systems machte, gekauft. Da diese Yen daraufhin gegen Dollar verkauft wurden, entwickelte sich ein kleines Karussell. Zuletzt würden die Japaner die Yen kaufen. Man könne sich fragen, wie lange die Japaner so weitermachen können, und man könne über die inflatorischen Wirkungen besorgt sein, selbst wenn nach Aussage der Behörden die Auswirkungen ihrer Interventionen auf die inländische Liquidität neutralisiert werden.

Eine Vertiefung des Zinsgefälles könnte zur Stabilisierung der Wechselkurse beitragen. Diesbezüglich könne man das Anheben der amerikanischen Zinssätze begrüssen und sich fragen, ob Europa mit einer Senkung seiner Sätze nicht ebenfalls einen Beitrag leisten könnte. Die Bundesbank könnte

einen gewissen Spielraum ausnützen; dieser sei allerdings beschränkt, denn die Sätze seien in Deutschland schon niedrig (die Geldmarktsätze seien niedriger als die japanischen); überdies breite sich in Deutschland eine ablehnende Haltung gegenüber einer Politik nach japanischem Muster aus, die über kurz oder lang potentiell eine grosse Inflationsgefahr in sich berge. Auch andere europäische Länder könnten sich etwas Mühe geben; es sei möglich, dass die aus dem Dollar abfliessenden Mittel in die EG-Währungen gelenkt werden, angezogen durch die Liberalisierung des Kapitalverkehrs und interessante Zinssätze.

Herr Hoffmeyer erklärt, die Abgabe von Yen an die Deutsche Bundesbank sei tatsächlich kein gutes Geschäft für die Danmarks Nationalbank gewesen, aber man habe es getan, um nützliche intramarginale Interventionen zu ermöglichen. Das Louvre-Abkommen habe wahrscheinlich eine Stabilisierung der Kursrelationen Dollar/D-Mark und Dollar/Yen vorgesehen, und es wäre wünschenswert, den Japanern klar zu machen, dass eine Abwertung des Yen gegenüber den Gemeinschaftswährungen nicht im Interesse Europas liege.

Herr Pöhl präzisiert, das Louvre-Abkommen bezwecke in der Tat eine Stabilisierung der beiden Pole Dollar/D-Mark und Dollar/Yen. Eine Werteinbusse des Yen gegenüber den europäischen Währungen sei ganz bestimmt nicht im Interesse Europas. Die japanische Währung habe sich ja gefestigt, aber wenn dieser Trend anhalte, könnte dies den Eindruck erwecken, das Louvre-Abkommen sei völlig sinnlos. Die Amerikaner seien übrigens über diese Entwicklung besorgt und forderten die Europäer auf, auf dem Yen-Markt zu intervenieren; insbesondere mache ihnen die Erhöhung der inländischen Zinssätze Sorgen, die eine Folge der Dollarschwäche und eine Bedrohung für die amerikanische Konjunktur sei.

Herr Duisenberg bezieht sich auf die Bemerkung Herrn Pöhls über die Gefahr, dass sich die japanischen Anleger den europäischen Währungen, vor allem der D-Mark, zuwenden und so Spannungen im EWS schaffen. Er ruft in Erinnerung, dass die deutschen Behörden anlässlich ihrer Zinssatzsenkung im Januar 1987 es als wünschenswert erachteten, dass die anderen EWS-Länder diese Bewegung nicht oder jedenfalls nicht sofort nachvollzögen, um das Zinsgefälle zu verstärken und so zur Stabilität des Systems beizutragen, wie es auch der Fall gewesen sei. Nun scheine Herr Pöhl aber anzuregen, dass die Länder mit hohen Zinssätzen diese etwas senken sollten, aber dann müsse man befürchten, dass, reduziere man die Zinsdifferenzen innerhalb

des EWS, und angenommen, es flössen bedeutende japanische Mittel nach Europa, wieder Spannungen aufträten, jenen vergleichbar, die im zweiten Halbjahr 1986 so viele Probleme schufen.

Herr Pöhl räumt ein, dass hier ein Widerspruch bestehe. Einerseits sei man über mögliche Kapitalzuflüsse nach Europa beunruhigt - dies sei zur Zeit die offensichtlichste Sorge -, und wenn dies geschähe, wäre die D-Mark nicht das alleinige Ziel, auch andere Währungen, wie jetzt schon das Pfund Sterling, könnten betroffen sein. Das Ergebnis wäre ein wenig erwünschter Wertzuwachs der europäischen Währungen gegenüber dem Dollar. Eine Möglichkeit, dies zu verhindern, wäre, mit einer Senkung der europäischen Zinssätze zu beginnen. Andererseits gebe es das Problem der internen Situation des EWS, aber im Moment seien keine Spannungen und keine Spekulationen auf eine neue Leitkursanpassung festzustellen (wie im zweiten Halbjahr 1986). Jedoch sei klar, dass die deutschen Behörden die Massnahmen, die sie ergreifen können, sorgfältig bedenken müssen.

Der Vorsitzende entnimmt der Diskussion zwischen den Herren Pöhl und Duisenberg, dass es angesichts der derzeitigen Ruhe im EWS besser wäre, gegen den Zustrom japanischen Kapitals eine vorbeugende allgemeine Senkung der europäischen Zinssätze vorzunehmen.

Herr de Larosière hat beobachtet, dass die Differenzen der kurzfristigen Zinssätze zwischen den Vereinigten Staaten einerseits und Japan und Deutschland andererseits sich im zweiten Halbjahr 1986, dem Zeitraum also, in dem der Kursrückgang des Dollars gegenüber den europäischen Währungen sich verstärkte, abgenommen haben. Gewiss bestehe ein Kausalzusammenhang zwischen diesen beiden Erscheinungen, wenn er auch nicht absolut sei. Seit Ende 1986 habe sich das Zinsgefälle infolge der doppelten Wirkung eines Zinsanstiegs in den Vereinigten Staaten und eines -rückgangs in anderen Ländern wieder verstärkt.

Angesichts der Turbulenzen auf den Devisenmärkten und den grossen Zahlungsbilanzungleichgewichten zwischen den Vereinigten Staaten und Japan könne man jedoch die Ansicht vertreten, dass die - verglichen mit früheren Zeiten kleinen - derzeitigen Zinsdifferenzen nicht genügen werden, um den Markttendenzen entgegenzuwirken. Wie könne man also diese Differenzen besser gestalten, ohne jedoch die Weltwirtschaft zu schädigen oder die Inflation anzuhetzen? Sei es im Interesse der Vereinigten Staaten, Europas und der übrigen Welt, dass die amerikanischen Zinssätze weiter

anziehen, da man ja in den USA seit einigen Wochen eine gemässigtere Geldmengenexpansion, eine gewisse Unsicherheit hinsichtlich des Verbrauchs und eine beginnende Umorientierung der amerikanischen Produktion auf den Exportsektor beobachte? Allerdings lasse die Ausweitung der Exporte eher nach, da die ausländische Nachfrage weniger stark sei. Es sei nicht leicht, diese Frage zu bejahen, und es wäre offenbar wünschenswert, dass eine Entspannung bei den Zinsen ausserhalb der Vereinigten Staaten eintrete. Man könne in diesem Zusammenhang anmerken, dass in Japan der langfristige Satz für Staatsanleihen zur Zeit in der Grössenordnung von 5 % liege, was angesichts einer negativen Teuerung einen noch höheren Realzinssatz, einen der höchsten der jüngsten Vergangenheit Japans, ergebe. Ein solcher Satz sei mit der Notwendigkeit, die japanischen Zahlungsbilanzüberschüsse nach aussen umzuleiten, kaum vereinbar, und man könne sich fragen, ob man vor allem seitens der Japaner und vielleicht auch seitens der Europäer nicht einen gewissen Spielraum für Zinssatzsenkungen habe.

Herr Pöhl schliesst sich der Analyse von Herrn de Larosière an und ist wie er der Meinung, dass manches gegen einen weiteren Anstieg der amerikanischen Zinssätze in den Vereinigten Staaten spricht, und dass vielmehr in Japan und in Europa ein leichter Rückgang wünschenswert sein könnte. Es müssten jedoch zwei Vorbehalte angebracht werden.

Erstens würden in Deutschland die langfristigen Sätze nicht von den Währungsbehörden gesteuert; sie schienen vielleicht aufgrund der derzeitigen Inflationsrate hoch, aber man müsse sehen, dass dieser Satz von den Anlegern nicht berücksichtigt werde. Die von mehreren Zentralbanken, unter anderem auch der Bundesbank, zur Zeit betriebene Geldpolitik nähere sich einer Schwelle, an der neue Inflationserwartungen auftreten können. In Deutschland sei z.B. die Zielspanne für die Geldmengenexpansion 1986 deutlich überschritten worden, und diese Expansion sei immer noch sehr stark. Man müsse daher bedenken, dass Massnahmen zur Senkung der Marktsätze eine gewisses Misstrauen erwecken und auf die langfristigen Sätze eine kontraproduktive Wirkung ausüben könnten.

Der zweite Vorbehalt beziehe sich im wesentlichen darauf, dass die amtlichen Sätze in Deutschland und in Japan schon sehr niedrig seien, praktisch auf Rekordtiefs, und dass der verfügbare Spielraum daher sehr gering sei. Ueberdies habe man festgestellt, dass die Anspannung der langfristigen amerikanischen Sätze auf die deutschen Sätze übergegriffen

habe, obschon diese doch angesichts der für die D-Mark günstigen Wechselkurs-erwartungen eher zurückgehen sollten. Im übrigen dürfe man nicht vergessen, dass Deutschland 1986 enorme Kapitalzuflüsse verzeichnet habe, was nicht zu einem grossen Leistungsbilanzüberschuss passe. Das habe dazu geführt, dass zwar die Zinssätze etwas zurückgingen, aber die deutschen Anleger keine langfristigen inländischen Staatspapiere mehr kauften, während sich Ausländer hauptsächlich wegen des erhofften Wechselkursgewinns für diese Titel interessierten.

Herr Hoffmeyer betont, dass die Japaner, indem sie beim Eingehen von mit dem Dollar verbundenen Risiken Zurückhaltung übten und ihre Mittel nach Europa umleiteten, das Risiko unserem Kontinent (Privatpersonen und Zentralbanken) auferlegen. Auch wenn man andererseits ein Anziehen der amerikanischen Zinssätze nicht wünsche, scheine angesichts des Ausmasses der Verschuldung der USA ein Zinsanstieg nur logisch.

Der Vorsitzende schliesst den Gedankenaustausch, den er sehr interessant, freimütig und erhellend findet, mit den nachstehenden Erwägungen. Die Lage sei nicht dramatisch, weise jedoch einige besorgniserregende Aspekte auf, die zwar eher potentiell als tatsächlich vorhanden seien, sich aber unter Umständen ziemlich rasch verwirklichen könnten. Die Zentralbankpräsidenten seien sich einig, dass sie dem Louvre-Abkommen und seiner Durchführung grosse Bedeutung beimessen; es liege ihnen sehr daran, den Wechselkursmechanismus des EWS zu verstärken und die Zinsentwicklung genau zu überwachen. Die Berichte der "Dalgaard-Gruppe" sollten ihre Aufmerksamkeit auf diese Fragen und auch auf die Relation Dollar/Yen konzentrieren, die immer im Hintergrund der Argumentationen stehen müsse.

Herr Dini informiert den Ausschuss über zwei Fragen, die von den Stellvertretern aufgrund der Angaben Herrn Dalgaards behandelt worden sind.

1. Ersuchen der Finlands Bank um Teilnahme an der Konzertation unter den Zentralbanken

Gouverneur Kullberg von der Finlands Bank frage inoffiziell an, ob der Ausschuss der Zentralbankpräsidenten der EG bereit wäre, ein offizielles Ersuchen der Finlands Bank um Beitritt zum Devisenmarkt-Konzertationsverfahren günstig aufzunehmen.

Herr Dalgaard habe erklärt, dass nach einigen Reformen der finnische Devisenmarkt im wesentlichen nach den gleichen Regeln funktioniere, wie die anderen westlichen Märkte, und er sei der Meinung, dass die Beteiligung Finnlands an der Gruppe wohlwollend erwogen werden sollte.

Diese Teilnahme werde natürlich der Finlands Bank Kenntnis von vertraulichen Zahlen über die täglichen Interventionen verschaffen, aber es mache nicht den Anschein, dass die geographische Nähe von Finnland und der Sowjetunion diesbezüglich zu Bedenken Anlass geben könne. Man habe ferner festgestellt, dass Finnland in absehbarer Zukunft wahrscheinlich der letzte mögliche Kandidat sei (mit Ausnahme vielleicht der Türkei, vor allem wenn dieses Land EG-Mitglied wird), so dass die Frage, wo man die Grenze ziehen solle, kein wesentliches Problem bilde.

Die Stellvertreter empfehlen somit, dem offiziellen Ersuchen, das die Finlands Bank im Hinblick auf die Teilnahme am Konzertationsverfahren an den Ausschuss richten wird, stattzugeben.

2. Wahl des Standorts der Zentrale des neuen Telefonkonferenzsystems

Herr Dalgaard habe erklärt, dass die Techniker der Bundesbank die auf Verlangen der Stellvertreter vorgenommene Untersuchung über die Kosten von Mietleitungen je nach Standort - Frankfurt, Brüssel oder London - der Zentrale des neuen Systems der Telefonkonferenz/Konzertation abgeschlossen haben. Aus dieser Untersuchung gehe hervor, dass alles in allem die Kosten für Mietleitungen praktisch identisch seien. Aus Wartungsgründen schein es jedoch vorteilhafter, dass die Zentrale im Land des Herstellers des Systems (Telenorma AG), d.h. in Frankfurt, liege.

Einige Stellvertreter hätten jedoch Bedenkzeit gewünscht, um die Stellungnahme ihrer eigenen Techniker zu dieser Frage einholen zu können. Man habe beschlossen, die Entscheidung auf die Maisitzung zu verschieben, bei der dann allerdings eine endgültige Wahl getroffen werden müsse, um die Einrichtung des Systems nicht zu verzögern.

Abschliessend habe man Herrn Dalgaard gebeten, in einem kurzen Memorandum die Argumente zugunsten der verschiedenen Lösungen zusammenzufassen; dieses Dokument könnte dann als Grundlage für informelle Besprechungen unter den Zentralbanken im Hinblick auf eine Einigung dienen.

Der Vorsitzende stellt fest, dass der Ausschuss die Anfrage der Finlands Bank über Teilnahme an der Konzertation günstig beurteilt, und damit einverstanden ist, den Beschluss über die Telefonzentrale auf Mai zu verschieben, in der Hoffnung, dass die verschiedenen Abklärungen und Beratungen eine Einigung ermöglichen; er stellt ferner die Verabschiedung des "Konzertationsberichts" fest, der wie üblich den Finanzministern der EG-Länder zugestellt werden wird.

III. Folgetätigkeit bezüglich der informellen Zusammenkunft der EG-Finanzminister in Knokke

Der Vorsitzende erklärt, auf einen Ueberblick über die Zusammenkunft von Knokke könne verzichtet werden, da ja alle Zentralbankpräsidenten daran teilgenommen haben. Immerhin müsse hervorgehoben werden, dass die Zuständigkeit der Notenbankpräsidenten für Wechselkursfragen vollumfänglich bestätigt worden sei; diese Zuständigkeit sei im übrigen in dem von den Notenbankpräsidenten unterzeichneten Abkommen vom 13. März 1979 über das EWS verankert.

A. Referat von Herrn Dini

Nach der Prüfung des Berichts des Vorsitzenden des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten durch den Rat der Wirtschafts- und Finanzminister kann unter den wesentlichen Punkten dieses Berichts besondere Aufmerksamkeit dem Ausbau der Ueberwachungsverfahren zwecks Feststellung der Ursachen der Spannungen im EWS-Wechselkursmechanismus sowie der Koordinierung der Interventionen gewidmet werden.

Diesbezüglich ist vermerkt worden, dass die Ueberwachung ständig durchgeführt und mit einem besseren System versucht werden sollte, den Behörden die Möglichkeit zu geben, die Quellen möglicher Spannungen schon im voraus ausfindig zu machen und entsprechende Massnahmen zu ergreifen.

Einer der Stellvertreter schlug zur Verbesserung des Ueberwachungssystems vor, den monatlichen Bericht der "Dalgaard-Gruppe" über die Devisenmärkte zu erweitern und die Entwicklung des Zinsgefälles in der EG und gegenüber US-Dollar und Yen sowie eine Analyse der Interventionen einzuschliessen. Andere Stellvertreter jedoch, unter ihnen auch Herr

Dalgaard selbst, weisen darauf hin, dass bei der Vorbereitung des Monatsberichts auch Vertreter von Zentralbanken ausserhalb der EG mitwirken, dass sich dieser Bericht mit der Untersuchung der vergangenen Entwicklung befasst und dass er regelmässig den EG-Finanzministern sowie den anderen an der Konzertation teilnehmenden Zentralbanken übermittelt wird. Aus allen diesen Gründen scheint es angebracht, die Struktur dieses Berichts unverändert zu lassen und die anderen Fragen getrennt im Rahmen eines kurzen mündlichen Berichts an den Ausschuss der EG-Zentralbankpräsidenten zu behandeln.

Die Stellvertreter weisen darauf hin, dass zwar dem Ueberwachungssystem besondere Aufmerksamkeit gewidmet wird, dies jedoch nicht bedeutet, dass die anderen bei früheren Diskussionen aufgeworfenen Fragen, insbesondere jene über die ECU und deren Annahmebeschränkungen, die Verwendung anderer Währungen bei Interventionen und die Wechselkurspolitik gegenüber Drittwährungen, in den kommenden Monaten nicht weiter untersucht werden.

Der Vertreter der Kommission hat in Erinnerung gerufen, dass der Währungsausschuss aufgefordert worden ist, die mögliche Rolle des Abweichungsindikators im EWS neu zu prüfen, und zwar sowohl im Rahmen eines erweiterten Indikatorensystems für die Ueberwachung als auch hinsichtlich des Zugangs zum EWS-Kredit, der auf die intramarginalen Interventionen ausgedehnt werden könnte. Er hat auch erklärt, Präsident Delors beabsichtige, im Oktober einen Entwurf für eine neue Richtlinie über die Freigabe des Kapitalverkehrs vorzulegen.

Was das Arbeitsprogramm des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten in den nächsten Monaten betrifft, ist zur Kenntnis genommen worden, dass Herr Eyskens darauf bestanden hatte, konkrete Vorschläge schon für die Junisitzung des Rats der Wirtschafts- und Finanzminister zu erhalten, dass aber der Ausschussvorsitzende erklärt habe, die Schlussfolgerungen der Zentralbankpräsidenten würden anlässlich der informellen Zusammenkunft des Rats im September vorgelegt werden. Zu diesem Zweck ist geplant, dass

- die beiden Expertengruppen ihren Bericht Ende Mai/Anfang Juni vorlegen; diese Berichte könnten von den Stellvertretern am 14. Juni, d.h. am Vortag der BIZ-Generalversammlung, geprüft werden;

- die Stellvertreter sich bemühen sollen, in grossen Zügen einen mündlichen Bericht des Ausschussvorsitzenden an den Rat der Wirtschafts- und Finanzminister am 15. Juni sowie den Entwurf eines endgültigen Berichts zu erstellen, den die Zentralbankpräsidenten an ihrer Sitzung vom 14. Juli prüfen könnten;
- der Bericht der Notenbankpräsidenten an der Septembersitzung in seine endgültige Form gebracht und an der informellen Zusammenkunft des Rats der Wirtschafts- und Finanzminister vom 12./13. September 1987 vorgelegt werden soll.

B. Diskussion des Ausschusses

Der Vorsitzende weist zunächst darauf hin, dass der Ausschuss sein Einverständnis mit der Idee erklären könnte, die "Dalgaard-Gruppe" solle zusätzlich zum gewöhnlichen Konzertationsbericht für die Zentralbankpräsidenten der EG einen kurzen Bericht mit Schwerpunkt auf den Zinssätzen erstellen.

Der von den Stellvertretern vorgeschlagene Zeitplan für die Arbeiten könnte angenommen werden, d.h. der endgültige Bericht des Ausschusses würde an der informellen Zusammenkunft vom 13. und 14. September in Dänemark vorgelegt, und am 15. Juni würde der Vorsitzende sich auf einen erneuten mündlichen Bericht beschränken, der von den Stellvertretern vorbereitet und den Stand der laufenden Arbeiten darlegen würde.

Herr Duisenberg ruft in Erinnerung, dass die Finanzminister in Knokke vorgesehen haben, das Hauptgewicht auf die Haushaltsfragen der Gemeinschaft zu legen und darüber im Mai, vielleicht auch im Juni, zu diskutieren. Man könne sich daher fragen, ob es nötig sei, dem Rat der Wirtschafts- und Finanzminister im Juni einen neuen mündlichen Bericht vorzulegen, was eine zusätzliche Zusammenkunft der Stellvertreter im Juni erfordern würde, und ob ein solcher Bericht nicht bis Juli warten könnte, wobei dann der endgültige Bericht im September vorgelegt würde.

Der Vorsitzende erklärt, anfänglich hätten einige Minister einen Grundsatzbericht über das EWS für den Monat Mai gewünscht, und die Haushaltsfragen sollten erst im Juni in Angriff genommen werden. Schliesslich sei die Reihenfolge umgedreht worden, und der Ausschussvorsitzende habe den Ministern klargemacht, dass die von den Notenbankpräsidenten begonnenen

Arbeiten Monate benötigten, und dass der Bericht im Juni nur mündlich sein würde und nur den Stand der Arbeiten darlegen könne.

Was die Materie selbst betrifft, erinnert der Vorsitzende kurz an die im Bericht an die Minister enthaltenen Elemente und die von den Stellvertretern abgegebenen Erklärungen. Der erste Punkt des mündlichen Berichts, das Realignmentverfahren, könne als erledigt betrachtet werden. Was den zweiten, die Funktionsweise der EWS-Mechanismen, betreffe, so gehe es im wesentlichen darum, die drei auf S. 3 des Berichts (französische Version) vom 1. April erwähnten Reihen von Möglichkeiten zu prüfen. Ueberdies müssten die Bemerkungen mehrerer Zentralbankpräsidenten, insbesondere der Herren Pöhl, Duisenberg und Leigh-Pemberton, über die Möglichkeiten, die Spekulation riskanter zu machen, über die bisherigen Erfahrungen mit spekulativen Angriffen (ihre Erfolge und Misserfolge, die daraus zu ziehenden Lehren), über die wachsende Bedeutung der Zinspolitik und über die Interventionstechniken zur Neutralisierung von Spannungen berücksichtigt werden. Die Experten könnten ferner die Frage der Indikatoren behandeln, die jedoch auch vom Währungsausschuss geprüft wird.

Die Implikationen der Liberalisierung des Kapitalverkehrs für die Geldpolitik werden zur Zeit von der "Raymond-Gruppe" untersucht, und im März habe Herr Godeaux auf der Priorität bestanden, die der Stabilität der Wechselkurse im neuen Umfeld einer grösseren Freizügigkeit der Kapitalströme eingeräumt werden müsse.

Herr Russo erinnert daran, bei den Diskussionen in Knokke seien noch andere Punkte erwähnt worden, die insbesondere in dem dem Währungsausschuss vorgelegten französischen Memorandum und in der Note von Herrn Delors aufgeführt sind. Es handle sich vor allem um die Diversifizierung der bei Interventionen verwendeten EWS-Währungen und die Akzeptanz der offiziellen ECU. Auch diese Punkte könnten von den Experten berücksichtigt werden.

Herr Dini präzisiert, dass er schon in seiner Zusammenfassung der Diskussion der Stellvertreter erklärt habe, diese hätten durchaus nicht vor, alle diese Fragen über die ECU, die Interventionswährungen und die Wechselkurspolitik gegenüber Drittwährungen zu vernachlässigen.

IV. Beitritt der Banco de España zum Abkommen über das EWS

Der Vorsitzende ruft in Erinnerung, dass Gouverneur Rubio in einem Schreiben an ihn dem Wunsch der Banco de España Ausdruck gegeben hat, dem Abkommen über das EWS beizutreten. Dieser Brief ist den Notenbankpräsidenten übermittelt worden.

Herr Rubio erklärt, dass - wie in seinem Brief ausgeführt - die Banco de España dem Abkommen vom 13. März 1979 beitreten und von Artikel 17.1, 2. Absatz dieses Abkommens Gebrauch machen möchte. Die spanischen Behörden wollen ihre Volkswirtschaft mit denen der EWS-Länder konvergieren lassen und danach, in einem zweiten Stadium, am Wechselkursmechanismus teilnehmen. Das vorliegende Beitrittsgesuch sei nun ein erster Schritt auf dieses Endziel zu. Hinsichtlich des Verfahrens und des Zeitplans erklärt Herr Rubio, dass die Unterzeichnung einer Beitrittsakte, falls die Notenbankpräsidenten damit einverstanden seien, an der Maisitzung stattfinden könnte und dass die Banco de España so an den Swapgeschäften zur Schaffung von ECU von der nächsten vierteljährlichen Erneuerung Anfang Juli an teilnehmen könnte.

Der Vorsitzende nimmt mit grosser Freude von der von Herrn Rubio dargelegten Absicht und Anfrage Kenntnis. Das Sekretariat wird einen Entwurf der für den offiziellen Beitritt der Banco de España nötigen Akte vorbereiten; dieser Entwurf wird den Zentralbankpräsidenten vorgelegt werden, damit sie für die Unterzeichnung an der Maisitzung des Ausschusses über einen endgültigen Text verfügen.

V. Weitere Fragen innerhalb der Zuständigkeit des Ausschusses

Der Vorsitzende erinnert daran, dass Gouverneur Ó Cofaigh zum letzten Mal an einer Sitzung des Ausschusses teilnimmt. Ohne mit den beredten Worten rivalisieren zu wollen, die Herr Godeaux am Montagabend im Namen aller an den Sitzungen der BIZ teilnehmenden Notenbankpräsidenten ausgesprochen hat, dankt der Vorsitzende im Namen des Ausschusses Gouverneur Ó Cofaigh für den Beitrag, den jener während seiner mehr als fünfjährigen Anwesenheit in diesem Kreis geleistet hat. Die Notenbankpräsidenten werden seine in der Form immer knappen, in der Sache treffenden Diskussionsbeiträge nicht vergessen, auch nicht seinen Sinn für Humor, der nicht nur

seinem natürlichen Gefühlsreichtum entspringt, sondern auch seiner Bildung, die auf seinem Interesse für jenes Gebiet, das unsere Vorfahren die "humanistischen Wissenschaften" nannten, beruht.

Der Vorsitzende spricht Herrn Ó Cofaigh, den alle sehr vermissen werden, seine besten Wünsche aus.

Herr Ó Cofaigh erklärt sich sehr gerührt über die liebenswürdigen Worte des Vorsitzenden, die Herzlichkeit seiner Bemerkungen und die Zeichen der Wertschätzung seitens aller seiner Kollegen. Er frage sich nun, ob sein Entschluss, sich schon jetzt zurückzuziehen, richtig sei. Herr Ó Cofaigh versichert jedoch, dass er nicht, wie so viele Schauspieler, eine falsche Abschiedsvorstellung gebe, er verlasse den Club der Zentralbankiers tatsächlich. Er werde jedoch die immer sehr nützlichen und freundschaftlichen Diskussionen in Erinnerung behalten, und er dankt den Zentralbankpräsidenten für ihre Unterstützung und Solidarität, von denen seine Teilnahme an der Ausschusstätigkeit geprägt war.

VI. Zeit und Ort der nächsten Sitzung

Die nächste Sitzung findet am Dienstag, dem 12. Mai 1987, um 10 Uhr in Basel statt.

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

MAERZ 1987

Der nachstehende Bericht gibt einen Ueberblick über die Entwicklung auf den Devisenmärkten der Länder der an der Konzertation beteiligten Zentralbanken* und über deren Interventionen im März und während der ersten Apriltage 1987.

I. ENTWICKLUNG DER WECHSELKURSE

Im März war das Geschehen auf den Devisenmärkten von folgenden Entwicklungen geprägt:

- Der Dollar bewegte sich innerhalb einer relativ engen Spanne gegenüber den EWS-Währungen;
- der Yen wurde deutlich höher bewertet und erreichte gegenüber dem Dollar einen neuen historischen Höchstkurs;
- gegen Monatsende fanden in Uebereinstimmung mit den im Rahmen der Louvre-Uebereinkunft übernommenen Verpflichtungen koordinierte Zentralbankinterventionen beispiellos massiven Umfangs statt;
- im EWS herrschten stabile Verhältnisse;

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

- das Pfund Sterling festigte sich.

Anfang März wies der US-Dollar nur geringe Kursschwankungen auf, da die Marktteilnehmer davon ausgingen, dass die Währungsbehörden gemäss der am 22. Februar in Paris getroffenen Absprachen intervenieren würden, sollte sich der Dollar in erheblichem Ausmass bewegen. Als der Dollar gegenüber der D-Mark kräftig im Kurs gestiegen war, gaben die amerikanischen Währungsbehörden am 11. März im Lichte dieser Absprachen US-\$ 30 Mio. gegen D-Mark an den Markt ab. In der Folge schwächte sich der Dollar ab. Als er gegenüber dem Yen nachgab, schlossen Marktkreise daraus auf ein mangelndes Engagement zur Erfüllung der im Louvre-Abkommen eingegangenen Verpflichtungen; darauf wurde der Abgabedruck stärker. In der vierten Märzwoche beschleunigte sich der Kursrückgang des Dollars, nachdem von offiziellen Stellen angedeutet worden war, dass die Handelsbeziehungen zwischen den USA und Japan angespannt seien; dies weckte unter den Marktteilnehmern die Befürchtung, die USA könnten auf die angespannten Beziehungen mit der Forderung nach einem niedrigeren Dollarkurs reagieren. Am Monatsende war die Dollarschwäche eines der auslösenden Momente für einen starken Rückgang der Aktien- und Anleihekurse in den USA. Vom 23. März an intervenierten die Bank of Japan und die US-Währungsbehörden täglich, wobei sie von Interventionen der europäischen Zentralbanken unterstützt wurden; bis zum Monatsende kumulierten sich die Interventionskäufe von US-Dollar gegen Yen im Rahmen der Louvre-Uebereinkunft auf fast US-\$ 12 Mrd. Als die negative Einschätzung des Dollars etwas nachliess, konnte sich die US-Währung leicht erholen und notierte am Monatsende verglichen mit den Tiefstnotierungen leicht verbessert auf einem Kursniveau, das gegenüber den EWS-Währungen um 1,4 % und gegenüber dem Yen um 4,8 % unter dem des Vormonats lag.

Im EWS war die Situation durch stabile Wechselkurse und beträchtliche weitere Mittelzuflüsse in den französischen Franc, die dänische Krone, den belgischen Franc und die Lira gekennzeichnet. In der ersten Monatshälfte erfolgten Interventionen in D-Mark. In der zweiten Monatshälfte galten die Interventionen im Lichte des Louvre-Abkommens in erster Linie dem Dollar.

Die D-Mark befestigte sich zwar leicht gegen den US-Dollar, gegen die Mehrheit der anderen Währungen schwächte sie sich jedoch ab.

Letzteres war unter anderem eine Folge der grossen Zinsdifferenzen zugunsten der anderen Währungen. Ende März lag ihr gewogener Aussenwert gegenüber vierzehn Industrieländern mit einem Indexstand von 172,3 % (1972 = 100) deutlich unter dem entsprechenden Wert von Ende Februar in Höhe von 173,2 %.

Der französische Franc profitierte von der Ankündigung verbesserter Ergebnisse bei der Inflationsbekämpfung und im Aussenhandel. Die Nettodevisenverkäufe von Gebietsansässigen nahmen während des Monats erneut zu, aber dem Franc kamen insbesondere die von Gebietsfremden zwecks Erwerbs festverzinslicher Wertpapiere getätigten Käufe zugute. Die Interventionskäufe waren beträchtlich. In diesem Zusammenhang senkte die Banque de France ihre Geldmarktinterventionssätze um 1/4 Prozentpunkt auf 7,75 bzw. 8,5 %.

Der belgische Franc notierte während fast des ganzen Monats kaum verändert am unteren Ende des EWS-Bandes. Die Banque Nationale de Belgique senkte den Diskont- und den Lombardsatz um jeweils 1/2 Prozentpunkt auf 8 bzw. 8 1/4 %.

Der holländische Gulden hielt eine praktisch unveränderte Position am unteren Ende des EWS-Bandes, und dies trotz Anfang März veröffentlichter neuer Schätzungen, dass der Leistungsbilanzüberschuss 1987 halb so hoch wie der im letzten Jahr verzeichnete sein würde.

Die dänische Krone blieb die stärkste Währung im schmalen EWS-Band. Zum ersten Mal seit der Leitkursanpassung im Januar kam es zu beträchtlichen Rückflüssen. Der Geldmarktinterventionssatz wurde in zwei Schritten von 11 auf 10 % gesenkt.

Das irische Pfund verharrte während des ganzen Monats im untersten Viertel des EWS-Bandes. Obwohl die Devisenzuflüsse netto nicht sehr bedeutend waren, kam es auf dem Devisenmarkt im Berichtszeitraum zu namhaften Zu- und Abflüssen, und die Central Bank of Ireland intervenierte aktiv auf beiden Seiten.

Die italienische Lira notierte während der ersten Monatshälfte an der Spitze des EWS-Bandes, da weiterhin beträchtliche Kapitalzuflüsse verzeichnet wurden. Mit Wirkung ab 14. März wurde der Diskontsatz um 1/2 Prozentpunkt auf 11,5 % zurückgenommen und eine Pflichtreserve von 25 % für die Fremdwährungsverbindlichkeiten der Banken eingeführt. Diese Massnahmen hatten eine jähe Verlangsamung der Zuflüsse und einen leichten

Rückgang des Wechselkurses zur Folge, der zeitweise durch Interventionsverkäufe in Grenzen gehalten wurde. Insgesamt saldierten sich die Interventionen des Monats jedoch zu beträchtlichen Käufen.

Das Pfund Sterling war während fast des ganzen Monats sehr gefragt; ursächlich dafür waren weiterhin wachsender Optimismus hinsichtlich der wirtschaftlichen Aussichten und eine gute Aufnahme des Haushaltsvoranschlags. Da die Oelpreise fest blieben, wurden zwei Zinssatzsenkungen der Londoner Clearing Banks um je 1/2 % problemlos verkraftet, wenn es auch Ende Monat zu einigen Gewinnmitnahmen kam. Der Index des gewogenen Aussenwerts schloss um 2 % über dem Vormonatsstand auf 71,4 (1975 = 100), nachdem er vorübergehend 72,8 erreicht hatte.

Die griechische Drachme gewann gegenüber dem US-Dollar 1,2 % und verlor gegenüber der ECU 0,5 % an Wert. Ihr gewogener Aussenwert sank um 0,5 %.

Der gewogene nominale Aussenwert der spanischen Peseta blieb gegenüber den EG-Währungen unverändert; gegenüber dem US-Dollar festigte sie sich um 1,5 %. Aus geldpolitischen Gründen zogen die kurzfristigen Zinsen in Spanien stark an. Dies führte zu beträchtlichen Kapitalzuflüssen. Um diese Kapitalzuflüsse zu vermindern, wurde eine 19prozentige Mindestreserve auf den Zuwachs der Bankverbindlichkeiten in konvertiblen Peseten eingeführt.

Der gewogene Aussenwert des portugiesischen Escudo ging um 0,5 % zurück. Gegenüber dem US-Dollar stieg der Escudo um 1,1 %, gegenüber der ECU dagegen verlor er 0,4 % an Wert.

Infolge relativ hoher Zinssätze, die teilweise mit dem Quartalsultimo zusammenhingen, festigte sich der Schweizer Franken allmählich. Sein Wertgewinn gegenüber den EWS-Währungen betrug 1 %. Der gewogene Aussenwert des Frankens (fünfzehn Währungen) stieg um 0,6 %.

Der österreichische Schilling festigte sich gegenüber dem US-Dollar um 1,3%; er bewegte sich im Laufe des Monats in einer Schwankungsbreite von 3 %. Die Fluktuation gegenüber der D-Mark betrug nur 0,17 %.

Die schwedische Krone notierte fest nahe der unteren Limite ihres Währungsindex; ursächlich dafür waren die durch ein günstiges Zinsgefälle ausgelösten Kapitalzuflüsse.

In einem ziemlich engen Markt verzeichnete die norwegische Krone einige Kursschwankungen. Per saldo gewann sie gegenüber dem US-

Dollar 2,6 % und gemessen am gewogenen Aussenwert 0,4 % an Wert. Zur anhaltenden Stärke der Krone trugen, neben anderen Faktoren, hohe Zinssätze, Aussichten auf gemässigte Lohnvereinbarungen und Anzeichen für ein unter den früheren Schätzungen liegendes Leistungsbilanzdefizit bei.

Der kanadische Dollar hat seit Mitte März gegenüber dem US-Dollar an Wert gewonnen. Eine starke ausländische Nachfrage nach auf kanadische Dollar lautende Aktien und Anleihen und die Kreditaufnahme kanadischer Schuldner im Ausland auf den internationalen Märkten sind die Hauptgründe für die Stärke dieser Währung.

Der japanische Yen festigte sich im März gegenüber dem US-Dollar um 5,1 %. Die Aufwärtsbewegung, die in der zweiten Monatshälfte erfolgte, begann mit Bemerkungen von Regierungsvertretern der USA, dass für den Dollar keine Zielzone bestehe, und die psychologische Schwelle von Yen 150 wurde durchbrochen. Gegen Ende des Monats gewann der Aufwärtstrend an Dynamik, als die Spannungen im Handelskonflikt zwischen den USA und Japan zunahmen. Am 30. März verzeichnete der Yen einen historischen Höchststand von 144,70. Gegenüber den wichtigsten europäischen Währungen legte der Yen ebenfalls zu; im Verlauf des Monats wertete er sich gegenüber der ECU um 3,2 % auf.

II. INTERVENTIONEN

A. Interventionen in US-Dollar

Im März waren die Dollarkäufe der Zentralbanken betragsmässig viel höher als gewöhnlich. Sie beliefen sich netto auf US-\$ 21,2 Mrd., verglichen mit US-\$ 4,0 Mrd. im Februar. Die Bruttokäufe betragen US-\$ 21,8 Mrd. und die Bruttoverkäufe US-\$ 0,6 Mrd. Die bedeutendsten Käufer von Dollars waren netto die Bank of Japan, die Bank of England, die Federal Reserve Bank of New York, die Sveriges Riksbank, die Bank of Canada und die Banque de France.

B. Interventionen in Gemeinschaftswährungen

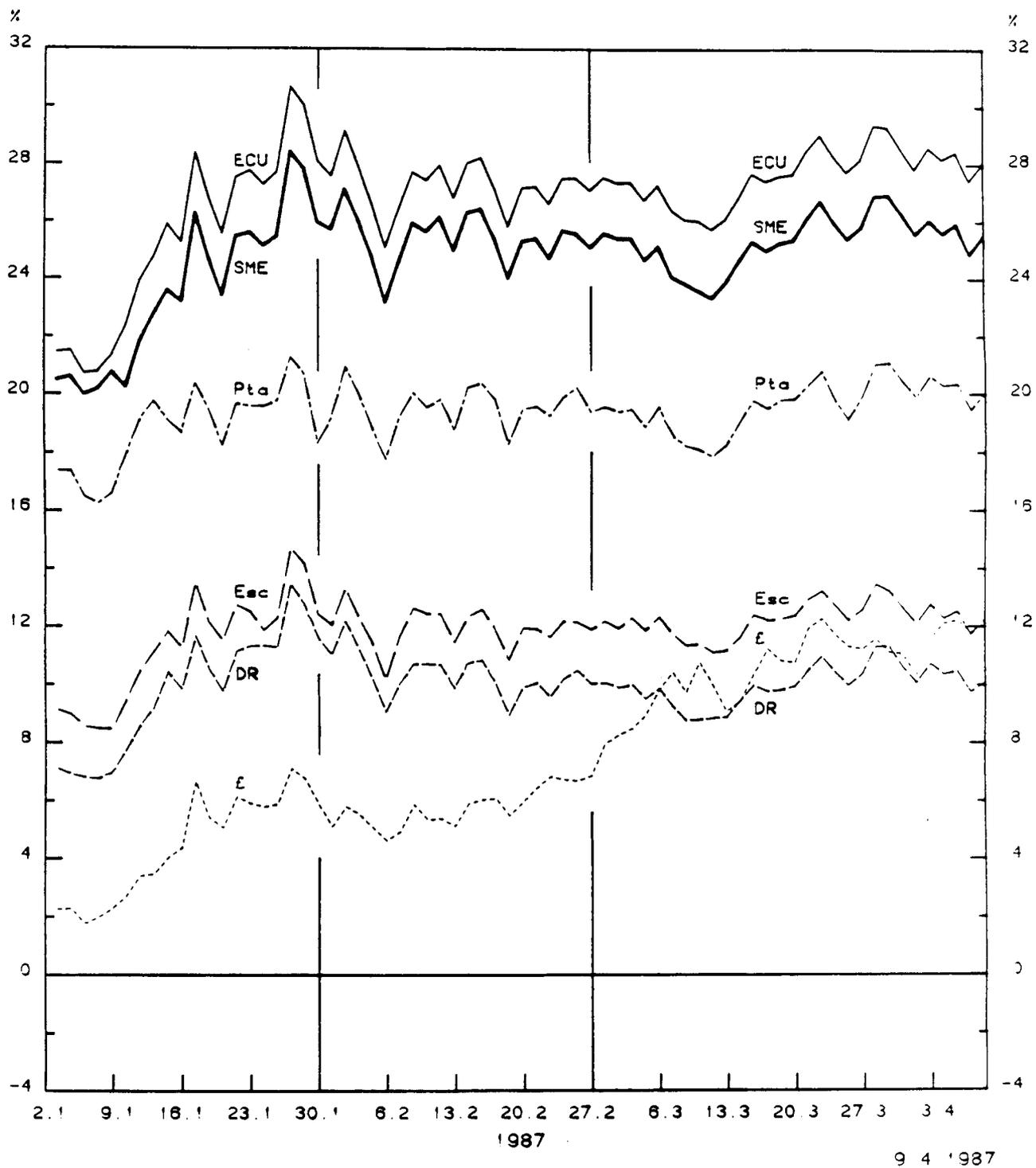
Die Interventionen in EWS-Währungen gegen andere EWS-Währungen beliefen sich im März insgesamt auf den Gegenwert von US-\$ 9,9 Mrd.

gegenüber US-\$ 4,9 Mrd. im Februar. Sie bestanden hauptsächlich aus intramarginalen DM-Käufen der Banque de France, der Danmarks Nationalbank und der Banque Nationale de Belgique.

III. DIE ERSTEN APRILTAGE

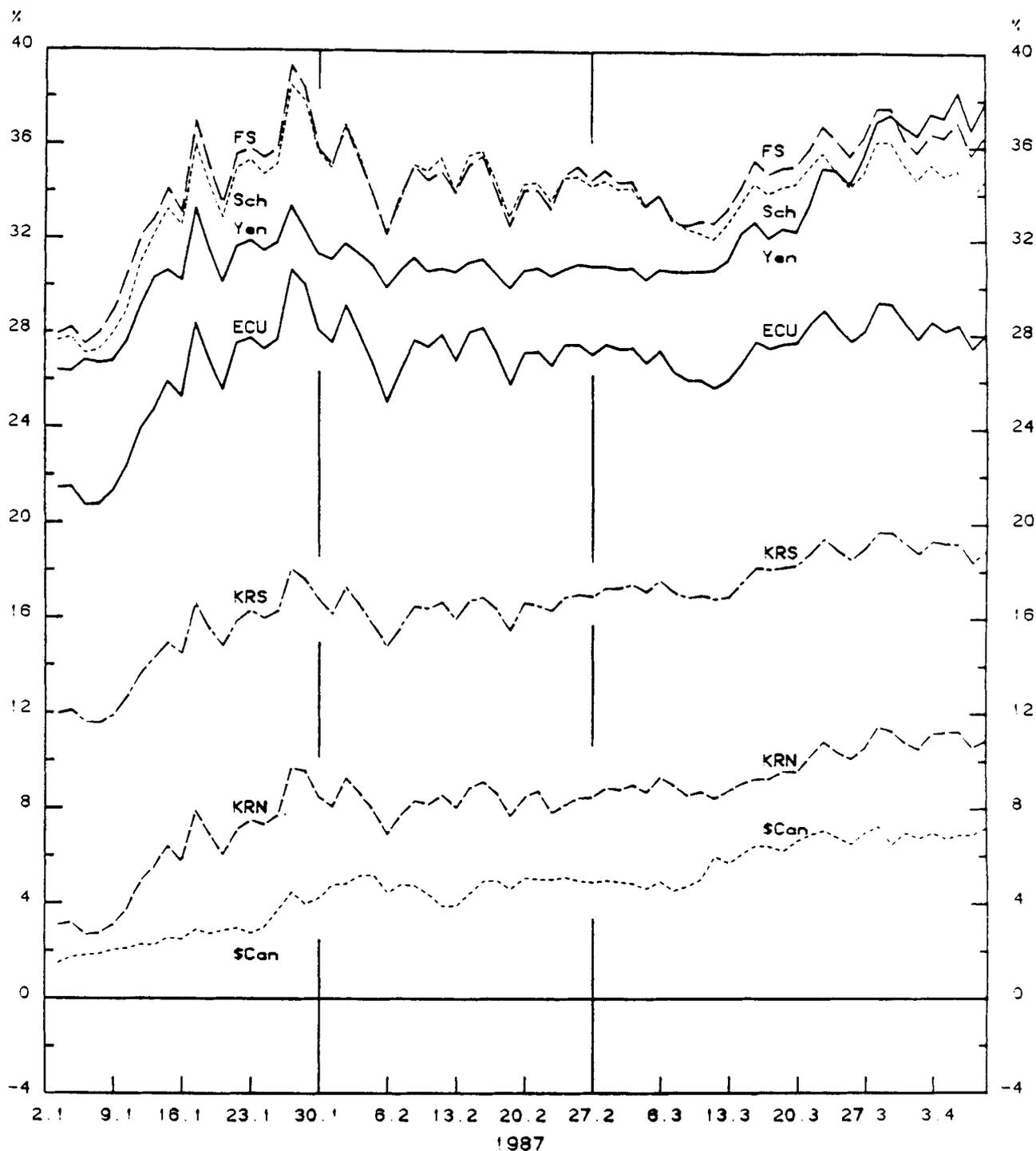
In den ersten beiden Aprilwochen blieb der Dollar in Erwartung der Washingtoner Währungstagung relativ stabil, was auch auf Stützungsinterventionen der Zentralbanken zurückzuführen war. Am Ende der zweiten Aprilwoche schwächte sich jedoch der Dollar insbesondere gegenüber dem Yen ab. Die Positionen der EWS-Währungen waren praktisch unverändert.

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 1985 VIS-A-VIS DU \$EU •



• Voir page suivante.

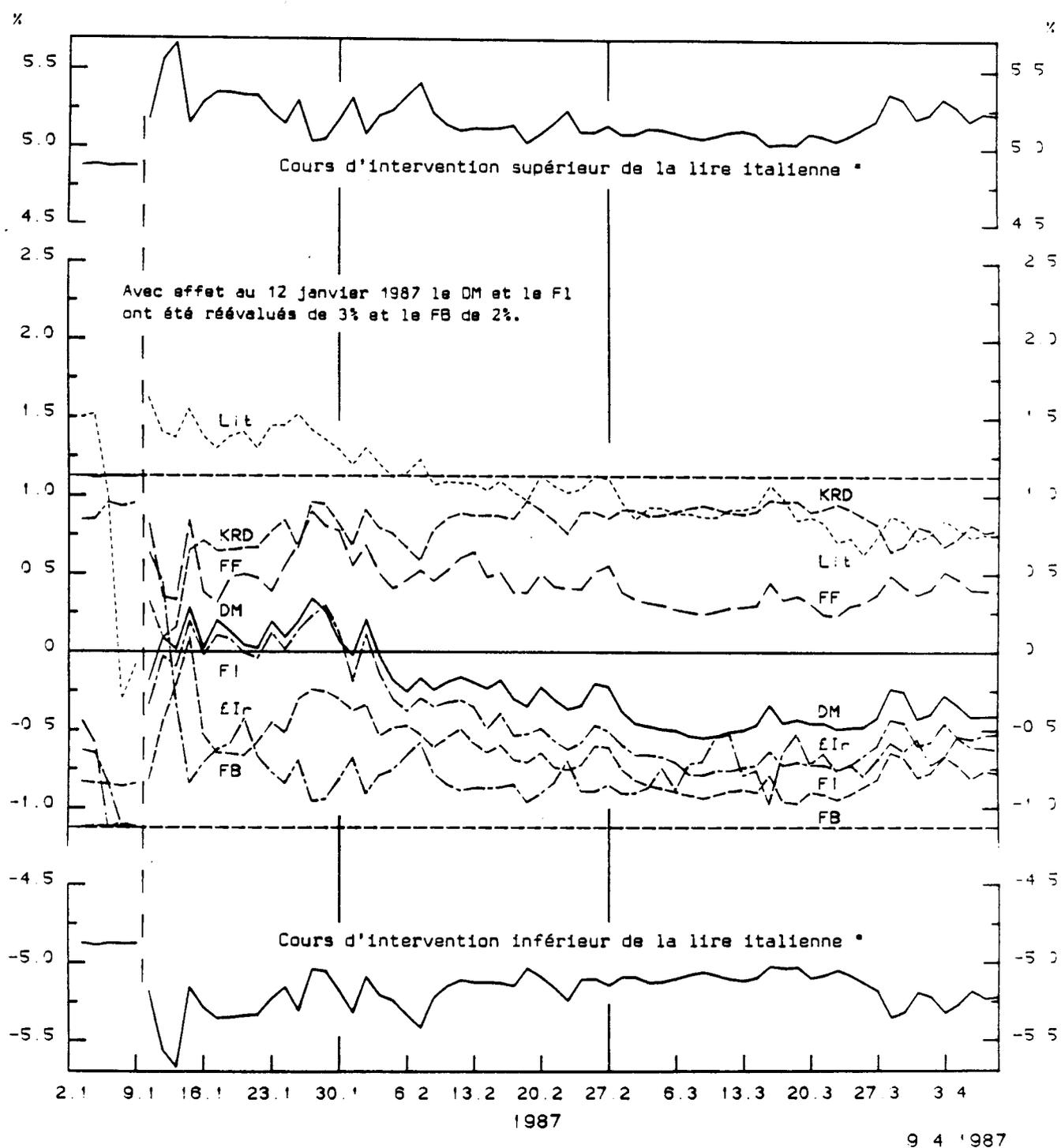
EVOLUTION DE L'ECU ET DES MONNAIES DES BANQUES CENTRALES HORS CEE
PARTICIPANT A LA CONCERTATION, SUR LA BASE DES COURS RELEVES LE
31 DECEMBRE 1985 VIS-A-VIS DU \$EU *



* ECU 1,12622; £ 0,6930; OR 147,7599; PTA 153,7503; ESC 158,4995;
\$Can 1,3975; FS 2,0725; Yen 200,7001; KRS 7,5650; KRN 7,5850;
Sch 17,2901; cours médian des monnaies participant au SME 1,11003. 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.

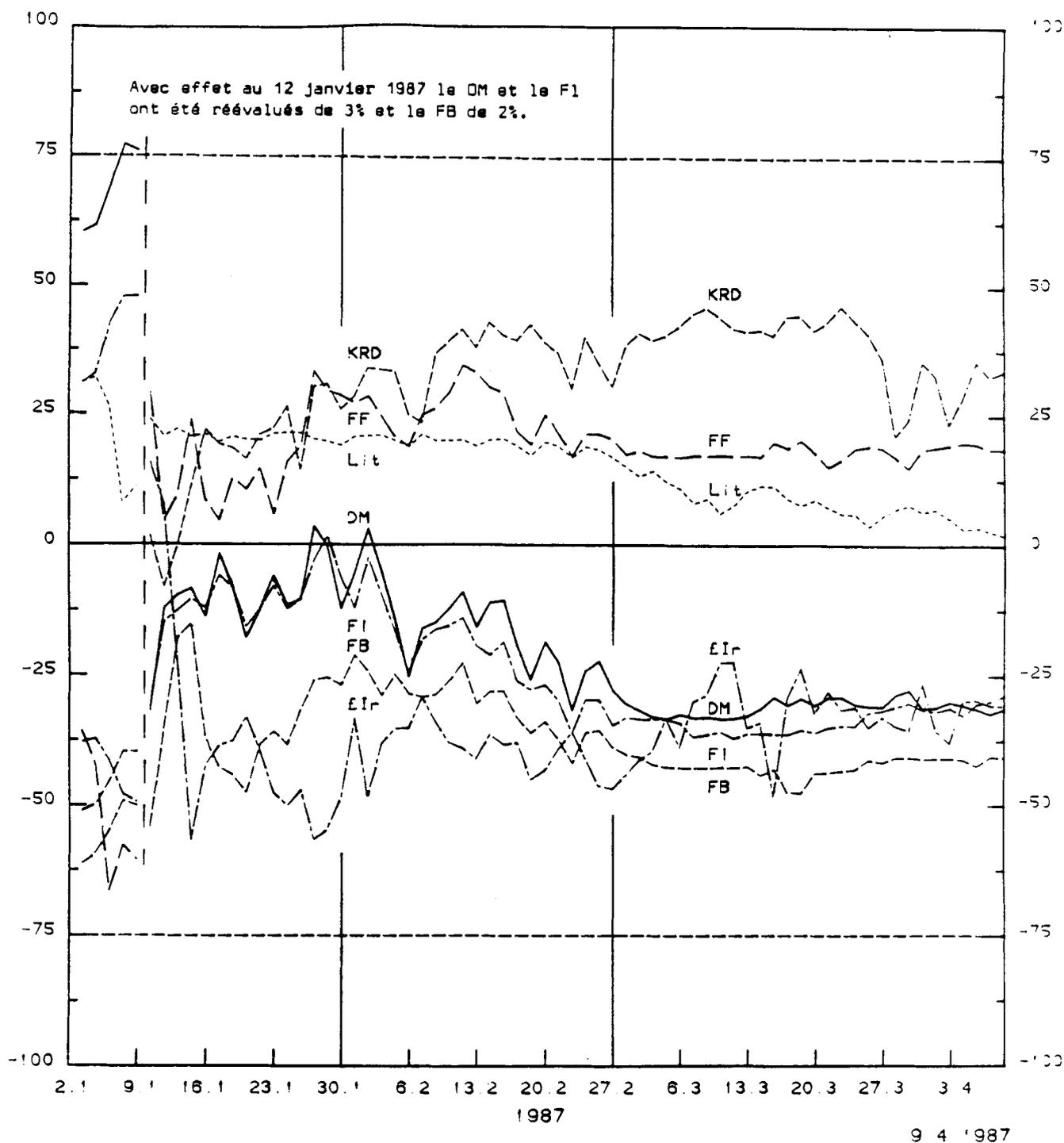
9 4 '1987

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



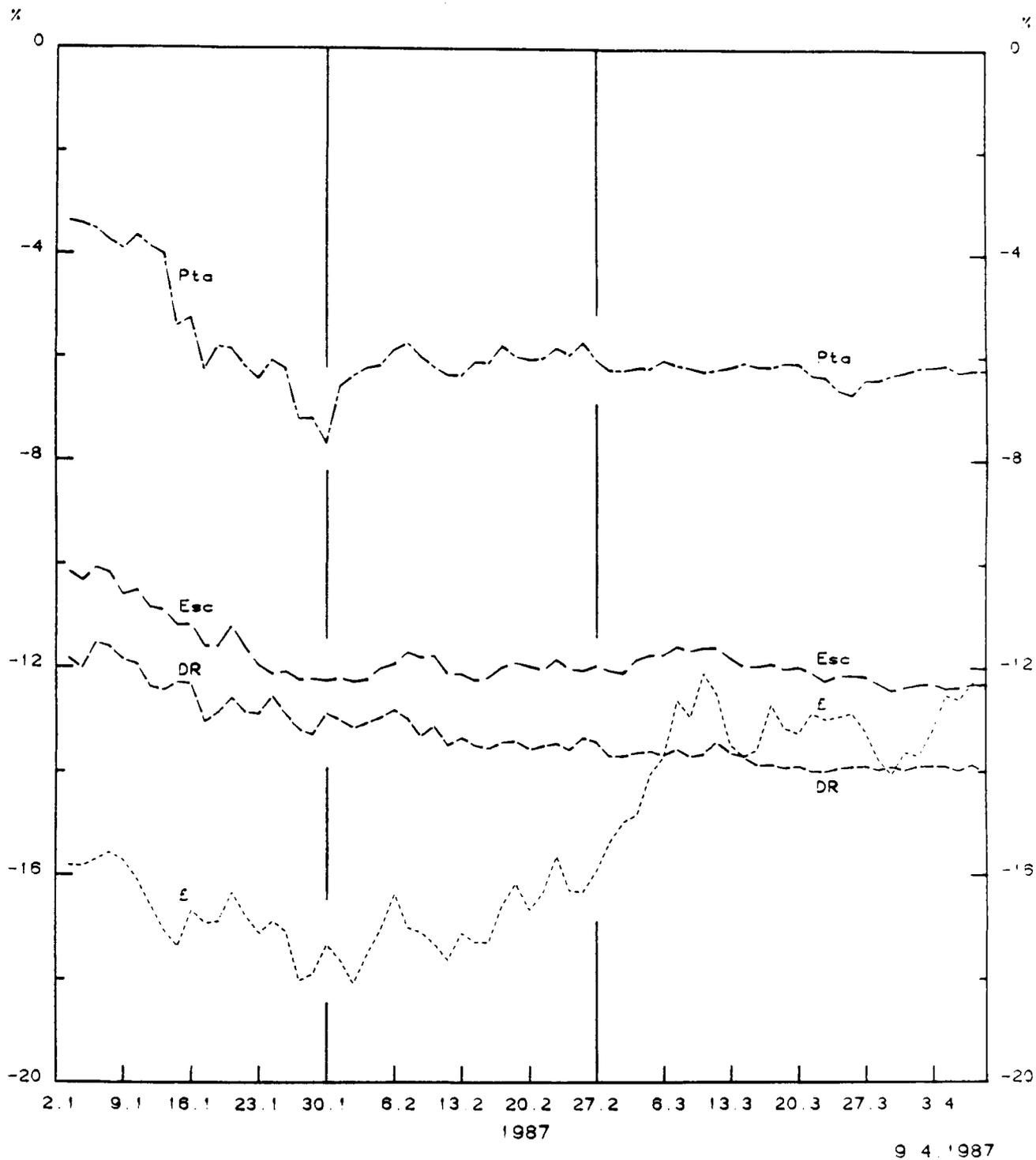
* Les cours d'interventions supérieur et inférieur de la lire italienne représentent l'écart maximal théorique par rapport à la monnaie la plus faible respectivement la plus forte dans la bande de fluctuation étroite de 2,25%.

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, de la livre sterling et de la drachme grecque au-delà de la marge de 2,25% vis-à-vis des autres monnaies participant au SME.

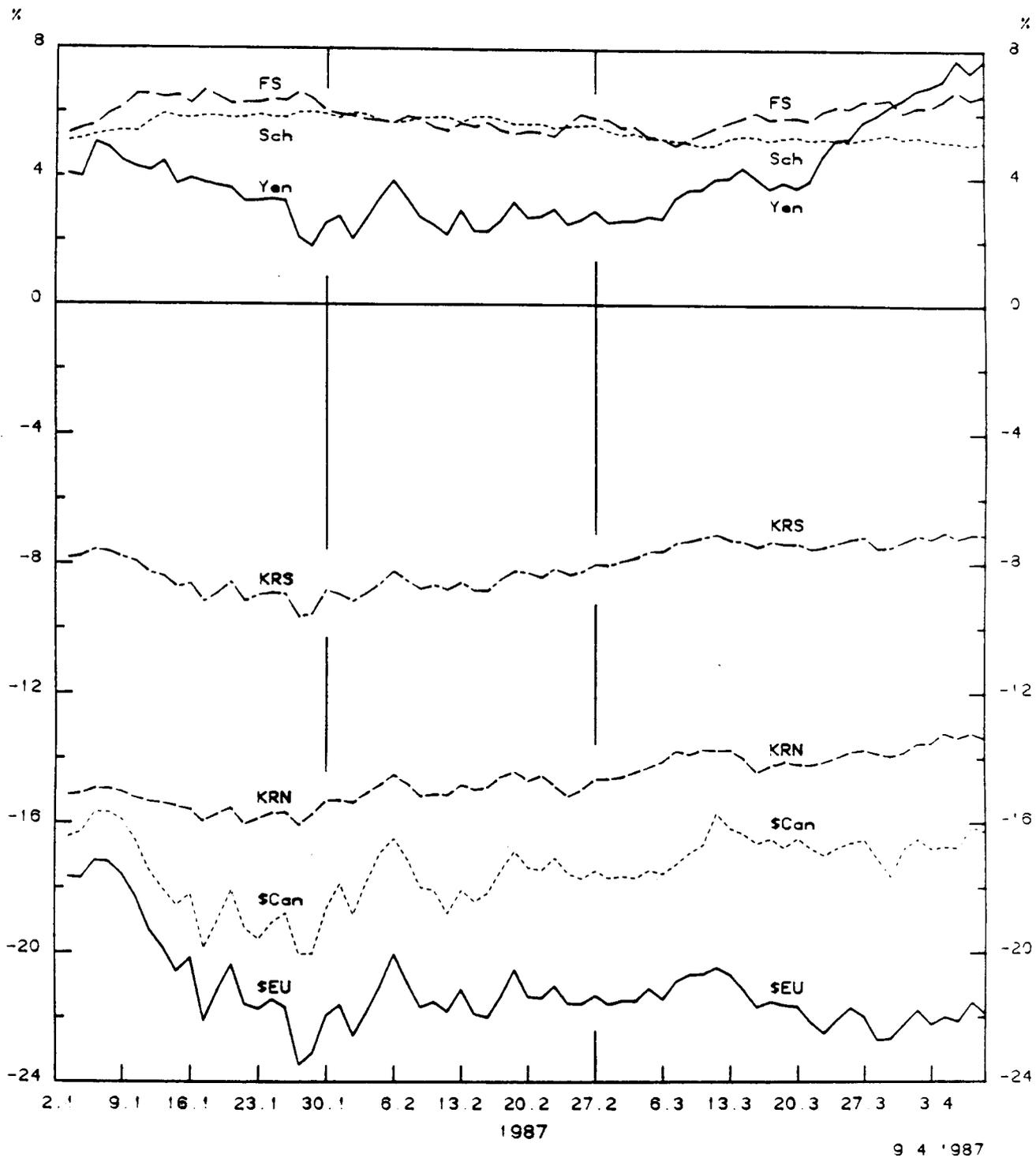
EVOLUTION DE LA LIVRE STERLING, DE LA DRACHME, DE LA PESETA ET DE
L'ESCUDO PAR RAPPORT A L'ECU SUR LA BASE DES COURS DU MARCHÉ RELEVÉS
LE 31 DECEMBRE 1985 •



• £ 0,615334; DR 131,20; PTA 136,519; ESC 140,736.

=

EVOLUTION DES MONNAIES DES BANQUES CENTRALES HORS CEE PARTICIPANT
A LA CONCERTATION PAR RAPPORT A L'ECU SUR LA BASE DES COURS DU
MARCHÉ RELEVÉS LE 31 DECEMBRE 1985 •



• \$EU 0,887927; \$Can 1,24088; FS 1,84023; Yen 178,207; KRS 6,71717;
KRN 6,73493; Sch 15,3523.

BIS

14th April 1987

- | | |
|---------|--|
| Table 1 | Trade balance of Japan vis-à-vis the EEC countries and the rest of the world |
| Table 2 | Yen/DM exchange rate: monthly, weekly and daily averages |
| Table 3 | Japan: Balance of Payments |
| Chart 1 | Nominal bilateral exchange rates of the Deutsche Mark |
| Chart 2 | Real bilateral exchange rates of the Deutsche Mark |
| Chart 3 | Japan/Germany: Spread on long-term int. rates and spot exch. rate |
| Chart 4 | Interest rate differentials between the US, and Japan and Germany |

Table 1

Trade balance of Japan vis-à-vis the EEC countries
and the rest of the world
(in billions of US dollars)

Year	EC	of which: Germany	Rest of world
1978	5.0	1.7	13.2
1979	5.1	1.7	-12.7
1980	8.8	3.3	-19.5
1981	10.3	3.5	- 1 6
1982	9.5	2.7	- 2.6
1983	10.4	3.5	10.1
1984	10.1	3.9	23.5
1985	11.7	4.0	30.2
1986	16.9	6.2	60.0

Table 2

Yen/DM exchange rate: monthly, weekly, and daily averages.

Period (months)	Yen/DM	Period (weeks)	Yen/DM	Period (days)	Yen/DM
Jan 1985	80.219	Week 1 1987	82.306	87.03.01	84.001
Feb 1985	79.080	Week 2 1987	82.288	87.03.02	83.751
Mar 1985	78.108	Week 3 1987	83.151	87.03.03	83.845
Apr 1985	81.632	Week 4 1987	83.401	87.03.04	83.469
May 1985	80.789	Week 5 1987	84.434	87.03.05	83.686
Jun 1985	81.284	Week 6 1987	83.930	87.03.06	
Jul 1985	82.865	Week 7 1987	84.099	87.03.07	
Aug 1985	85.018	Week 8 1987	84.223	87.03.08	83.041
Sep 1985	83.409	Week 9 1987	83.911	87.03.09	82.813
Oct 1985	81.243	Week 10 1987	83.748	87.03.10	82.637
Nov 1985	78.622	Week 11 1987	82.800	87.03.11	82.776
Dec 1985	80.632	Week 12 1987	82.722	87.03.12	82.739
		Week 13 1987	82.026	87.03.13	
		Week 14 1987	80.680	87.03.14	
Jan 1986	81.860	Week 15 1987	79.481	87.03.15	82.655
Feb 1986	79.088			87.03.16	82.665
Mar 1986	78.978			87.03.17	82.674
Apr 1986	77.182			87.03.18	82.832
May 1986	74.886			87.03.19	82.781
Jun 1986	75.023			87.03.20	
Jul 1986	73.676			87.03.21	82.796
Aug 1986	74.680			87.03.22	82.137
Sep 1986	75.869			87.03.23	81.867
Oct 1986	77.842			87.03.24	81.604
Nov 1986	80.325			87.03.25	81.729
Dec 1986	81.407			87.03.26	
				87.03.27	80.939
Jan 1987	83.144			87.03.28	80.799
Feb 1987	84.035			87.03.29	80.768
Mar 1987	82.649			87.03.30	80.487
				87.03.31	80.415
				87.04.01	
				87.04.02	80.031
				87.04.03	79.729
				87.04.04	79.371
				87.04.05	79.506
				87.04.06	78.651
				87.04.07	
				87.04.08	
				87.04.09	
				87.04.10	

Table 3

Japan: Balance of Payments

Selected items - in billions of US dollars

	Long-term Capital	Short-term Capital*	Current Account
1980	2.3	3.1	-10.7
1981	-9.7	2.3	4.8
1982	-15.0	-1.6	6.9
1983	-17.7	0.0	20.8
1984	-49.7	-4.3	35.0
1985	-64.5	-0.9	49.2
1986p	-131.8	-1.3	86.0

* excluding transactions which belong to monetary movements.

Source: Bank of Japan, Balance of Payments Monthly, January 1987.

CHART 1

NOMINAL BILATERAL EXCHANGE RATES OF THE DEUTSCHE MARK DECEMBER 1974 = 100

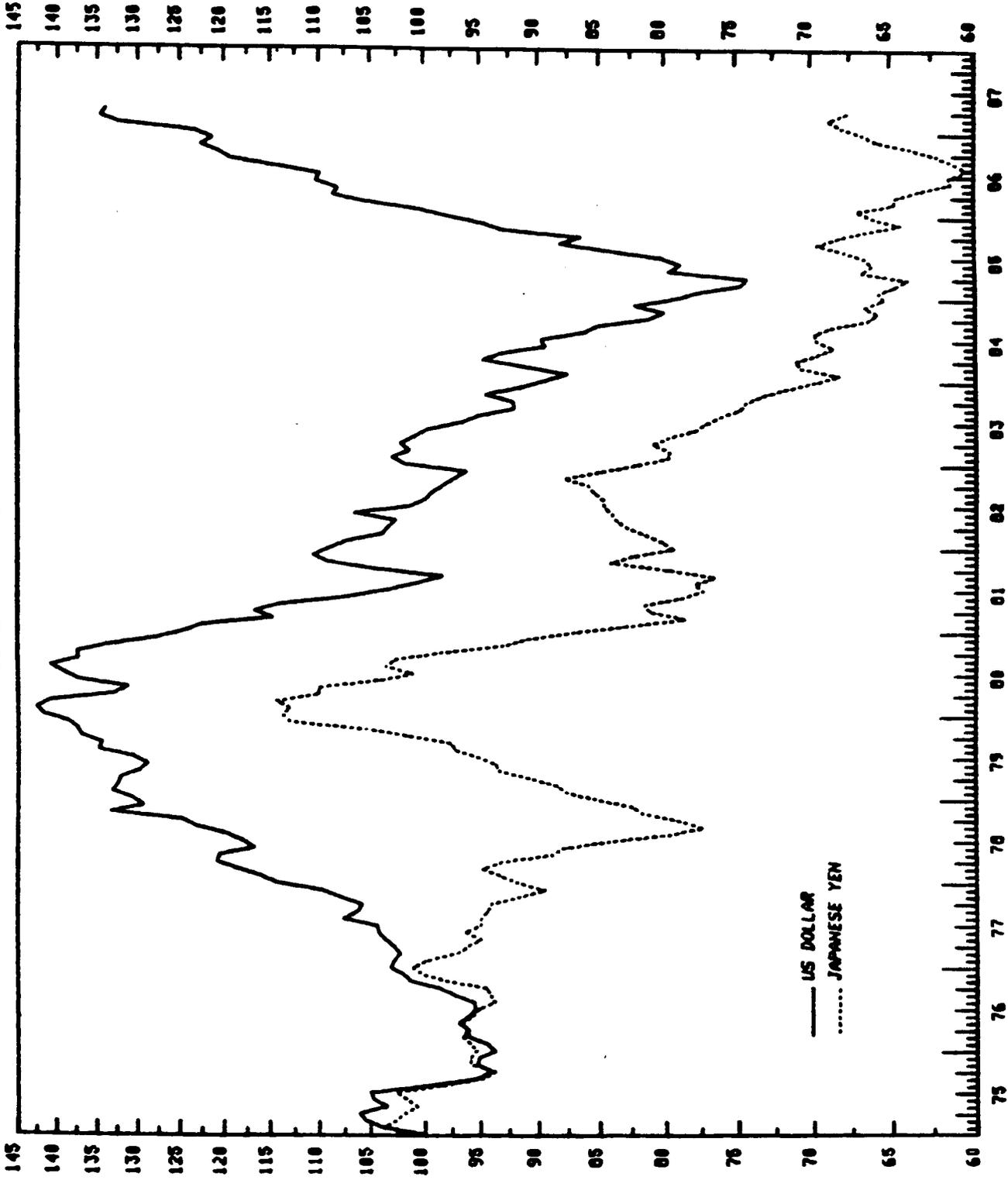


CHART 2

REAL BILATERAL EXCHANGE RATES OF THE DEUTSCHE MARK
BASED ON UNIT LABOR COST - DEC. 1974 = 100

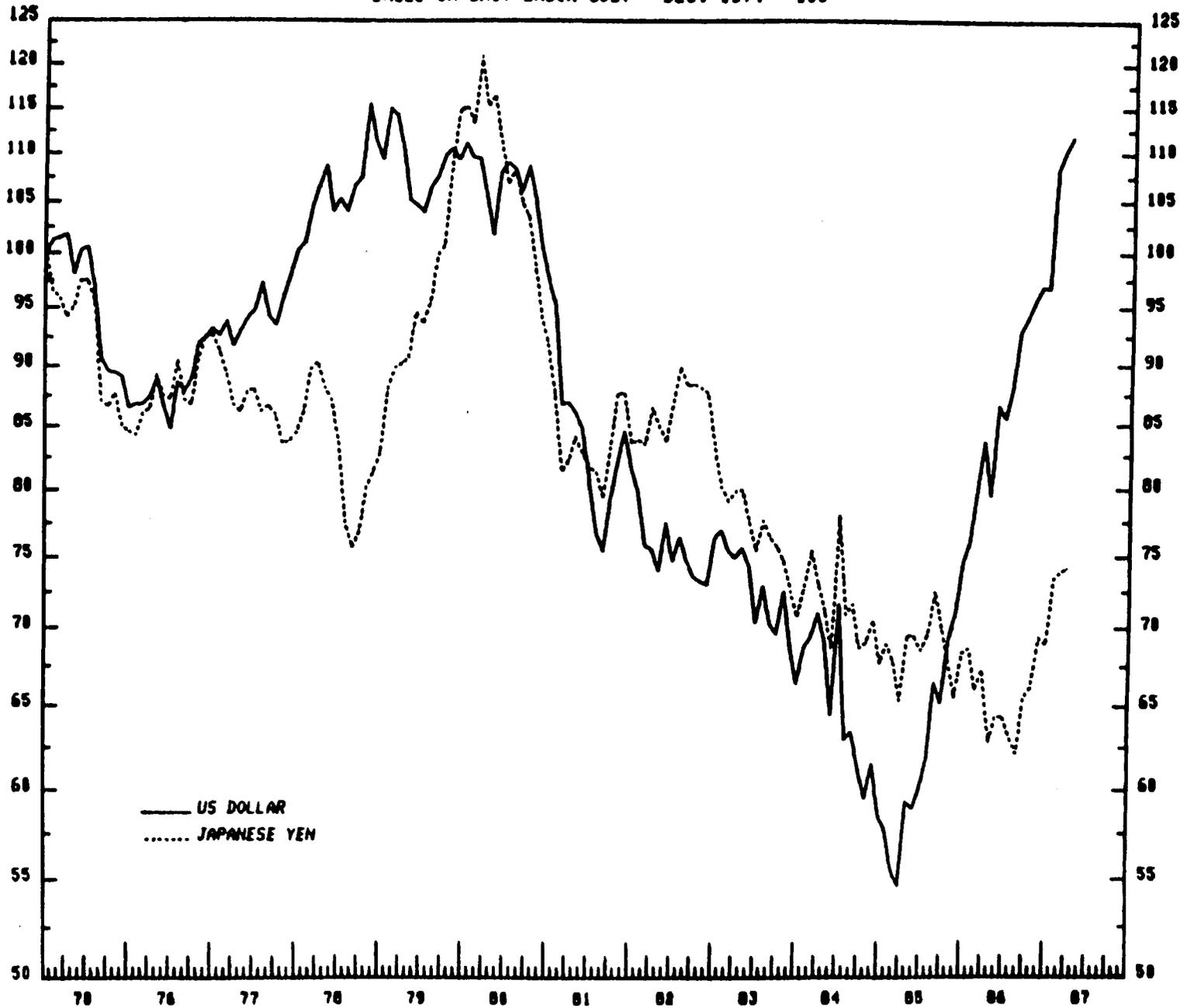


CHART 3

JAPAN/GERMANY: SPREAD ON LONG-TERM INT. RATES AND SPOT EXCH. RATE
JAPANESE GOVERNMENT BONDS MINUS GERMAN PUBLIC SECTOR BONDS - SECONDARY MARKET YIELDS

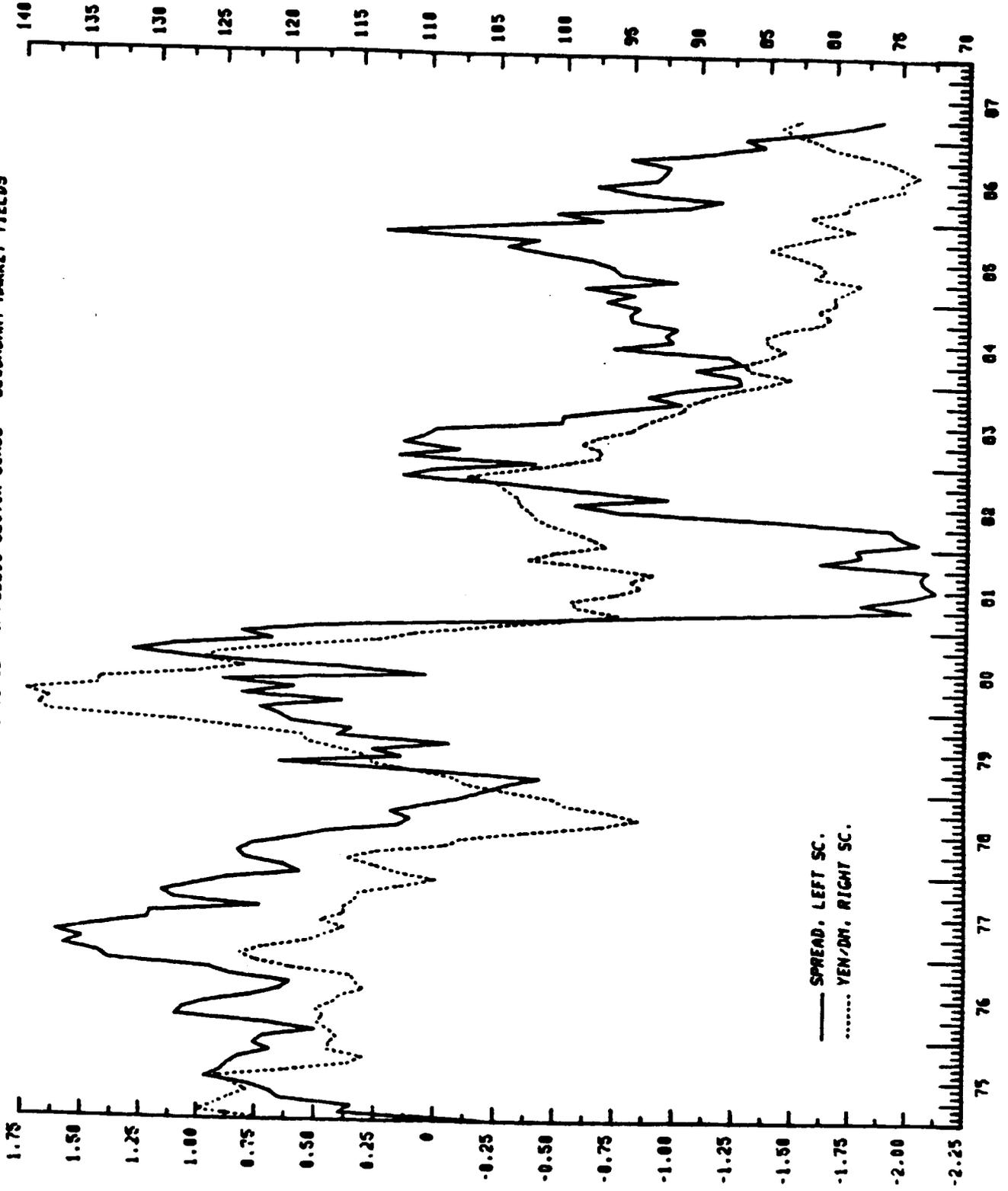


CHART 4

INTEREST RATE DIFFERENTIALS BETWEEN THE US, AND JAPAN AND GERMANY

