

PROTOKOLL^{*}
DER 215. SITZUNG DES AUSSCHUSSES DER PRÄSIDENTEN
DER ZENTRALBANKEN DER MITGLIEDSTAATEN
DER EUROPÄISCHEN WIRTSCHAFTSGEMEINSCHAFT
BASEL, DIENSTAG, 12. MAI 1987, 10 UHR

Anwesend sind: der Gouverneur der Banca d'Italia und Ausschussvorsitzende, Herr Ciampi, begleitet von den Herren Dini und Masera; der Gouverneur der Banque Nationale de Belgique, Herr Godeaux, begleitet von den Herren Janson und Bussers; 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 Vize-Gouverneur der Banque de France, Herr Waitzenegger, begleitet von Herrn Cappanera; der Gouverneur der Central Bank of Ireland, Herr Doyle, begleitet von den Herren O'Grady Walshe und Reynolds; der Präsident der Nederlandsche Bank, Herr Duisenberg, begleitet von den Herren Szász und Boot; der Gouverneur der Banco de Portugal, Herr Tavares Moreira, begleitet von Herrn Pereira Dias; 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, begleitet von Herrn Boyd; der Generaldirektor des Luxemburgischen Währungsinstituts, Herr Jaans. Zugegen sind ferner die Herren Dalgaard und Raymond, Vorsitzende der Expertengruppen.

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

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.

Zur Eröffnung der Sitzung heisst der Vorsitzende Gouverneur Doyle willkommen, der soeben an die Spitze der Central Bank of Ireland berufen worden ist. Die Notenbankpräsidenten kennen Herrn Doyle schon lange, da er in seinen verschiedenen Ämtern oft mit ihnen in Verbindung stand. Der Ausschuss freut sich sehr, inskünftig von seiner Erfahrung und seinem Beitrag profitieren zu können.

Der Vorsitzende erklärt ferner, dass Herr Russo zum letzten Mal an einer Sitzung des Ausschusses teilnimmt, da er zum Direktor der Europaabteilung des Internationalen Währungsfonds ernannt worden ist. In seiner Eigenschaft als Generaldirektor für Wirtschaft und Finanzen hat Herr Russo während vier Jahren getreulich an den Arbeiten des Ausschusses teilgenommen; er hat im Kreis der Zentralbanken eine nicht leichte Aufgabe mit viel Kompetenz und Einsatz erfüllt. Die Zentralbankpräsidenten stellen erfreut fest, dass Herr Russo sich auch in seinem neuen Amt mit europäischen Angelegenheiten befassen wird und dass sie daher weiterhin mit ihm zusammenarbeiten werden; ihre besten Wünsche begleiten ihn in seiner neuen Karriere.

I. Billigung des Protokolls der 214. Sitzung

Wegen der verspäteten Zustellung des Protokollentwurfs der 214. Sitzung wird dessen Billigung auf die Junisitzung vertagt.

II. Gedankenaustausch über das Funktionieren der innergemeinschaftlichen Konzertation:

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

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

- den Kursrückgang des Dollars, der gegenüber dem Yen viel stärker als gegenüber der D-Mark war, so dass die Kursrelation zwischen

- diesen beiden Währungen sich wieder dem vom Yen im Sommer 1986 erreichten Rekordstand annäherte;
- den beträchtlichen Umfang der Interventionen im April und in der ersten Maiwoche; diese Interventionen entsprachen dem Geist des Louvre-Abkommens in dem Sinne, dass die Käufe in der Regel in Dollar und die Verkäufe in D-Mark und Yen erfolgten;
 - das Auftreten einiger leichter Spannungen im EWS in der letzten Aprilwoche, das mit einem Anziehen der D-Mark und vielleicht auch mit dem Ende der auf die Leitkursanpassung vom Januar folgenden Kapitalrückflüsse zusammenhing;
 - die Anfang Mai von der Banca d'Italia getroffene Entscheidung, eine deutliche Abschwächung der italienischen Lira hinzunehmen;
 - der anhaltende starke Aufwertungsdruck auf das Pfund Sterling, dem die Bank of England mit massiven Interventionen begegnete (z.B. mehr als US-\$ 3 Mrd. an einem einzigen Tag);
 - die von den spanischen Behörden ergriffenen Massnahmen zur Eindämmung des Zustroms von kurzfristigem Kapital, das durch die monetären Rahmenbedingungen in Spanien angezogen wird; trotz des Drucks ist die Peseta in den letzten drei Monaten gegenüber den EWS-Währungen relativ stabil geblieben.

A. Referat von Herrn Dini

Im Laufe der Diskussion, die auf die Vorlage des "Konzertationsberichts" durch Herrn Dalgaard folgte, vermerkten die Stellvertreter, dass infolge der Schwäche des Dollars in den letzten Wochen der Kurs einiger europäischer Währungen, insbesondere der D-Mark, in die Höhe getrieben wurde, was zu einigen Spannungen im EWS führte. Solange der Kursauftrieb gegenüber dem Dollar sich vor allem auf den Yen konzentrierte, waren die Interventionen der Deutschen Bundesbank minim, während andere europäische Zentralbanken Dollar kauften und dem Wunsch der Bundesbank entsprechend auf Interventionen in D-Mark verzichteten. Als sich neuerdings Druck auf die D-Mark zu entwickeln begann, verkauften einige europäische Zentralbanken beträchtliche Dollar- und DM-Beträge.

Die seit Anfang 1987 zur Stützung des Dollars getätigten Interventionen haben zu einer Erhöhung der Zentralbankreserven um US-\$ 75 Mrd. geführt. Ein solcher Betrag zeigt, dass die Vereinigten Staaten keine "spontanen" Kapitalzuflüsse mehr anziehen, sondern dass sie nun netto Kapital

exportieren. Es wurde jedoch hervorgehoben, dass die Zinssätze in den Vereinigten Staaten kürzlich angestiegen sind, während sie in Japan weiterhin sinken, wodurch wieder ein beträchtliches Zinsgefälle zugunsten der amerikanischen Währung entstanden ist (rund 5 %, besonders im langfristigen Bereich). Gewisse Anzeichen deuten darauf hin, dass dank dieser Entwicklung die japanischen Anleger schon an den Markt der amerikanischen Staatspapiere zurückkehren.

Vor diesem Hintergrund diskutierten die Stellvertreter die möglichen Mittel zur Verminderung der Spannungen im EWS und zur Stabilisierung des Dollars. Sie wurden informiert, dass die Bundesbank beschlossen hatte, "repurchase agreements" auf der Basis von Zuschlagserteilungen anzubieten, was zu einem Rückgang der Geldmarktsätze (derzeit 3,8 %) führen sollte. Es wurde daran erinnert, dass der Spielraum für Zinsreduktionen in Deutschland klein ist, da die Geldmenge stark und über die Zielvorgabe hinaus expandiert. Sollte im übrigen der Abwertungsdruck auf gewissen EWS-Währungen anhalten, würden eine Erhöhung der Zinssätze für diese Währungen und/oder Interventionen mit DM-Verkäufen die Spannungen im System mildern.

Die Stellvertreter begrüßten die Pläne der Bundesbank hinsichtlich der Zinssätze. Einige von ihnen sind besorgt, dass ein - unter den derzeitigen Umständen unvermeidliches - Anziehen der US-Zinssätze negative Auswirkungen auf das wirtschaftliche Wachstum haben könnte; sie haben daher unterstrichen, dass niedrigere Zinssätze in Japan und Europa nützlich wären.

Die Stellvertreter nahmen ferner Kenntnis von besonderen Erläuterungen zur Entwicklung der Wechselkurse und Zinssätze in Grossbritannien und in Italien.

Der Sterlingkurs erhielt selbst nach der kürzlichen Senkung des Basiszinssatzes um 0,5 % noch Auftrieb; es wurde hervorgehoben, dass seit der Vorlage des Haushaltsplans Mitte März die kurzfristigen Zinssätze um 2 % zurückgegangen sind. Dies zeigt deutlich das Dilemma, in dem sich die britischen Behörden befinden. Ein weiterer Wertzuwachs des Pfund Sterling und/oder ein erneuter Rückgang der Zinssätze rechtfertigen sich aufgrund der wirtschaftlichen Eckdaten nicht: Die Inflation ist immer noch relativ hoch, die Konjunktur ist kräftig, und die Wettbewerbsfähigkeit der britischen Wirtschaft ist durch den Wertgewinn der Landeswährung um 6,5 % seit dem Louvre-Abkommen vom 22. Februar 1987 abgebrockelt.

Was den kürzlichen Kursverlust der Lira betrifft, so wurde vermerkt, dass diese gegenüber der D-Mark von der Leitkursanpassung im Januar an bis

zum 24. April 1987 stabil geblieben war; dann wurde das Anziehen der D-Mark gegenüber dem Dollar von einer Abschwächung der Lira und des französischen Franc begleitet, obwohl die Banca d'Italia und die Banque de France in den letzten Apriltagen mit insgesamt US-\$ 900 Mio. intervenierten. Diese Entwicklung weckte Erwartungen einer erneuten Abschwächung der Lira, so dass in den ersten Maitagen bedeutende Interventionen nötig wurden. Unter diesen Umständen ging am 8. Mai der Wechselkurs der Lira um etwa 1 % zurück, während die Banca d'Italia weiterhin bedeutende DM-Beträge verkaufte. Der Entschluss, eine solche Anpassung des Wechselkurses hinzunehmen, muss auch im Kontext der neuen Massnahmen zur Liberalisierung des Kapitalverkehrs gesehen werden, die die italienischen Behörden demnächst ankündigen wollen.

B. Diskussion des Ausschusses

Der Vorsitzende macht als Gouverneur der Banca d'Italia einige Bemerkungen zur Lira. Er präzisiert, die Banca d'Italia habe im Zeitraum vom 28. April bis 8. Mai mit erheblichen Beträgen interveniert (im Gegenwert von mehr als US-\$ 2 Mrd.), um dem Druck auf die Lira zu begegnen. Angesichts dieser Lage und des Beschlusses der italienischen Regierung, Massnahmen zur Liberalisierung des Kapitalverkehrs anzukünden, habe es die Banca d'Italia für angezeigt gehalten, den Kurs sinken zu lassen: Es sei daher zu einem kontrollierten Kursrückgang von Lit. 713 pro D-Mark am 23. April auf Lit. 725 am 8. Mai gekommen. Diese Politik füge sich völlig in den Rahmen der grösseren Flexibilität bei der Wechselkurssteuerung ein, die im Ausschuss und in den Arbeitsgruppen diskutiert wird. Die Liberalisierungsmassnahmen sollten zur vollständigen Beseitigung der Hemmnisse führen, die Italien nach den beiden Ölschocks dem Kapitalverkehr auferlegt hat. Es handle sich insbesondere um die Abschaffung der zinslosen Einlage für Anlagen in ausländischen Finanzaktiva, die 1974 mit einem Satz von 50 % eingeführt und seit zwei Jahren schrittweise auf 15 % zurückgenommen worden sei.

Herr Pöhl fragt seinen britischen Kollegen, wie die Bank of England mit den Liquiditätsüberschüssen fertig werde, die sich aus den in den letzten sechs Wochen getätigten Käufen von US-\$ 11 Mrd. ergeben, und ob diese Käufe nicht die Gefahr mit sich brächten, inflationäre Spannungen auszulösen. Ferner möchte er vom Vorsitzenden wissen, ob die zinslose Einlage, die in Italien abgeschafft werden soll, nur für Fremdwährungsaktiva oder auch für ECU-Aktiva gegolten habe.

Herr Leigh-Pemberton erklärt, nach dem Louvre-Abkommen und der Vorlage des Haushaltsplans für 1987/88 im März habe das Pfund Sterling einen Kursgewinn erfahren, der zwar schmeichelhaft, aber schliesslich lästig geworden sei. Eine weitere Ursache für diesen Kursauftrieb seien sich vom Dollar abkehrende japanische Anlagen. Die Reaktion auf diese Entwicklung sei nicht leicht gewesen. Die Zinswaffe sei eingesetzt worden, aber wegen der raschen Ausweitung des Kreditvolumens mit Vorsicht; ein Rückgang um 2 Prozentpunkte sei als das Maximum erschienen, das innenpolitisch akzeptabel sei. Andererseits scheine ein erneuter Anstieg des Pfundes wegen seiner Auswirkungen auf die Exportentwicklung und die Wettbewerbsfähigkeit problematisch. Die Behörden hätten sich daher entschlossen, in grossem Umfang zu intervenieren, was zu einer Verdoppelung der offiziellen Reserven gegenüber Februar 1987 und auch zu einem starken Liquiditätszuwachs geführt habe. Letzterer sollte neutralisiert werden, indem bis Ende Jahr die überschüssige Liquidität allmählich abgeschöpft wird. Man dürfe auch nicht vergessen, dass der Haussedruck auf das Pfund gewiss auch mit Spekulationen über das Datum der nächsten Wahlen und deren Ergebnis im Zusammenhang gestanden habe.

In Beantwortung der Frage Herrn Pöhls präzisiert der Vorsitzende, dass die zinslose Einlage für alle Anlagen in ausländischen Vermögenswerten gelte, auf welche Währung sie auch lauteten. Die Behörden hätten jedoch Ausnahmen zulassen können; dieser Fall sei beispielsweise für bedeutende Direktinvestitionen italienischer Unternehmen im Ausland und für gewisse ECU-Emissionen vorgesehen gewesen. Die vollständige Abschaffung der Einlage, die durchaus willkommen sei, werde diesen Ermessensspielraum verschwinden lassen und wieder die Gleichbehandlung aller herstellen.

Der Vorsitzende fügt hinzu, dass die Banca d'Italia, als die Lira unter Abwertungsdruck kam, die Liquidität verknappt habe, worauf die kurzfristigen Zinssätze um 2 Punkte anzogen; sie habe z.B. Wertpapiere verkauft, um Liquidität abzuschöpfen.

Der Vorsitzende stellt fest, dass der "Konzertationsbericht" vom Ausschuss verabschiedet und den Finanzministern der EG-Länder nach dem üblichen Verfahren zugeleitet wird.

III. Untersuchung der gegenwärtigen Geldpolitik der EG-Länder aufgrund:

- des Berichts Nr. 30 der Expertengruppe unter dem Vorsitz von Herrn Raymond;
- der Monatsstatistiken.

A. Referat von Herrn Raymond

Der Bericht Nr. 30, der gewohnte Halbjahresbericht der Expertengruppe, bewertet den Stand der Geldpolitik in ihrem gesamtwirtschaftlichen Umfeld.

Um letzteres geht es in Kapitel I, dessen wesentliche Schlussfolgerungen die folgenden sind.

Die Teuerung erreichte 1986 den tiefsten Stand seit 17 Jahren; ursächlich dafür waren niedrigere Importpreise und binnenwirtschaftliche Faktoren. Obwohl die Indizes kürzlich wieder angestiegen sind, sollte dieses Ergebnis 1987 konsolidiert werden können, aber man wird nicht mehr mit einer Verbesserung der Austauschrelationen rechnen können, um weitere Fortschritte zu erzielen.

Das Wachstum lag schon 1986 unter den Vorhersagen, und die Prognosen für 1987 werden laufend nach unten berichtet. Sein Antrieb im vergangenen Jahr war der private Verbrauch, der inskünftig weniger ansteigen sollte. Die von der Aussenwirtschaft ausgehende Stimulierung wird weiterhin nur mässig sein. Grossbritannien, Spanien, Portugal und Italien werden etwas besser fahren als ihre Partner.

Die Leistungsbilanzen verschlechterten sich 1986 volumenmässig, verbesserten sich jedoch wertmässig dank der Verbesserung der Austauschrelationen; Ausnahmen bildeten allerdings Dänemark und die Niederlande sowie Grossbritannien, wo sich die Austauschrelationen verschlechterten.

Infolge einer Verminderung der höchsten nationalen Leistungsbilanzüberschüsse sollte 1987 der Leistungsbilanzüberschuss der Gemeinschaft als Ganzes zurückgehen.

Die Arbeitsmarktbedingungen sind durch uneinheitliche Ergebnisse bei der Arbeitslosigkeit gekennzeichnet, bei der es gesamthaft betrachtet in der Gemeinschaft zu einer leichten Entspannung kommen soll, und durch eine erneute Zunahme der Reallöhne, die wohl 1986 wegen der plötzlichen Desinflation gerechtfertigt war, jedoch bedenklich werden könnte, wenn sie anhält.

Im Bereich der öffentlichen Haushalte - dieses Thema wird den Notenbankpräsidenten im Juli detaillierter dargelegt werden - sieht die Lage alles in allem besser aus. Diese Entwicklung sollte sich in den meisten Ländern 1987 fortsetzen, ausser in den Niederlanden und in Deutschland, wo die Haushaltspolitik etwas expansiver werden sollte.

Ursprungsort der Hauptschwierigkeiten ist der Devisenmarkt: Die vermehrte Mobilität des Kapitals überträgt die veränderlichen Erwartungen der Marktteilnehmer, die Zeugen grosser wirtschaftlicher und finanzieller Ungleichgewichte sind, stärker auf die Wechselkurse. Die grossen Schwankungen des Dollars und des Yen haben sich auf die Stabilität der EWS-Währungen ausgewirkt, die sich insgesamt aufgewertet haben. Nach einer Periode der Beruhigung stösst das Louvre-Übereinkommen auf eine gewisse Skepsis der Märkte, die die Koordinierung der Politik der grossen Blöcke und die Reduzierung der ärgsten Ungleichgewichte als ungenügend ansehen.

Innerhalb des EWS hat sich die letzte Leitkursanpassung, der beträchtliche Interventionen vorausgingen und später folgten, nicht in bedeutenden Kursverschiebungen am Markt umgesetzt.

In seinem Kapitel II nimmt der Bericht die Untersuchung der Geldpolitik in Angriff. In einem neu eingeführten Abschnitt beginnt er mit einer Gegenüberstellung der Anwendung der Geldpolitik und der Entwicklung der Wechselkurse zwischen den Mitgliedsländern. Die Experten haben damit versuchsweise einen Vorschlag aus ihrem Sonderbericht über die geldpolitischen Auswirkungen der Liberalisierung des Kapitalverkehrs, der nächsten Monat herauskommen soll, vorweggenommen.

In verschiedener Hinsicht ist die Durchführung der Geldpolitik der am Wechselkursmechanismus teilnehmenden Länder durch Spannungen gestört worden, die bei den Wechselkursen auftraten, und sie konnte die Leitkursanpassung vom Januar nicht verhindern. Der Zielkonflikt zwischen Stabilisierung des Wechselkurses und Einhaltung binnenwirtschaftlicher Ziele war manchmal akut. Die Zinspolitik wurde von innenpolitischen Erwägungen dominiert (Überschreitung der Geldmengenziele in Deutschland, starker Rückgang der Inflation in Frankreich, um zwei Beispiele zu nennen), bis dann die Spannungen am Devisenmarkt ein unerträgliches Ausmass annahmen. Die Länder mit schwacher Währung hoben im Dezember und Januar ihre kurzfristigen Zinssätze an; Deutschland senkte die seinen nach der Leitkursanpassung, um die nur zögernd eintretenden Kapitalrückflüsse anzukurbeln.

Der Kurs der Geldpolitik hat sich kaum verändert. Die Experten sind der Ansicht, dass die Geldpolitik in Deutschland, Portugal und Spanien etwas lockerer, in Griechenland dagegen straffer geworden ist.

Die Geldmengenexpansion ist in Deutschland und in Grossbritannien bei Sterling-M3 stark geblieben. In verschiedenen Ländern stand sie unter dem Einfluss der veränderten Ertragskurve und der Finanzinnovation. In etlichen Fällen wurden die quantitativen Zwischenziele überschritten. Für diese Abweichungen konnten Erklärungen angeführt werden, die es als nicht angezeigt erscheinen liessen, eine Verschärfung der bestehenden Vorkehrungen zu empfehlen. Die Liquiditätsquoten sind alles in allem recht stabil geblieben.

Die jeweilige Rolle der in- und ausländischen Gegenposten war je nach Land höchst unterschiedlich und hing von den Kapitalbewegungen ab.

Die Nominalzinsen gaben im zweiten Halbjahr 1986 nach, zogen dann wieder an und erreichten im Januar einen Höhepunkt; nach der Leitkursanpassung gingen sie - freilich in uneinheitlichem Ausmass - wieder leicht zurück. Die inflationsbereinigten Zinsen haben sich eher entspannt.

Abschliessend wiederholen die Experten ihre Empfehlung, auf den Geldmärkten eine aktivere und differenziertere Zinspolitik zu betreiben. Dies ist derzeit notwendig, vor allem im Hinblick auf die kurzfristige Stabilisierung der Wechselkurse.

B. Referat von Herrn Dini

Die Stellvertreter schliessen sich weitgehend den wichtigsten Schlussfolgerungen des Berichts der "Raymond-Gruppe" an. Sie begrüssen die Einfügung eines separaten Abschnitts über die Koordinierung der Geldpolitik in den Bericht und sind der Meinung, dass dieser Teil des Berichts in Zukunft erweitert und verstärkt werden sollte. Insbesondere hiess es, dass die Analyse des Zielkonflikts zwischen inneren und äusseren Zielen der Mitgliedsländer vertieft werden sollte; es wurde vermerkt, dass es mit dem blossen Hinweis auf die monetären Ziele als politische Richtschnur nicht möglich sei, zweckmässige Massnahmen gegenüber äusseren monetären Entwicklungen zu finden und gleichzeitig einen besseren Zusammenhalt des EWS anzustreben. Es sei überdies wichtig, dass die Analyse der Anforderungen des EWS bezüglich Zinsgefälle, Interventionen und Flexibilität der Wechselkurse eine Orientierungshilfe für das künftige Vorgehen geben kann und dass sie daher mehr zukunftsgerichtet vorgenommen wird. Einige Stellvertreter fanden auch, dass die Analyse der realen Entwicklungen - in- und ausländische

Komponente der Nachfrage und der Bezug zum Wechselkurs - ausgebaut und ausdrücklicher mit der Frage der Koordinierung der Geld- und Haushaltspolitiken verknüpft werden könnte.

Die Stellvertreter stellen mit Befriedigung fest, dass seit der Leitkursanpassung vom Januar die Ansichten über die angemessene Verwaltung des EWS sich einander beträchtlich angenähert haben; weitgehend einig geworden ist man sich insbesondere über die Notwendigkeit vermehrter Flexibilität der Zinssätze und der Wechselkurse innerhalb der Schwankungsmarge, um der Spekulation vorzubeugen und die Geldmengenaggregate nicht ausser Kontrolle geraten zu lassen.

Einige Stellvertreter vermerkten, dass die jüngsten Veränderungen der Zinssätze und der Wechselkurse in einem Umfeld eingetreten sind, das durch die Verlangsamung des wirtschaftlichen Wachstums und die Aussicht auf grosse Arbeitslosigkeit geprägt ist, was die Notwendigkeit noch unterstreicht, die Geldpolitiken im EWS und auch gegenüber Drittwährungen zu koordinieren. Die Frage stellt sich, wie man diese Koordination wirksamer gestalten kann. Diesbezüglich wurde betont, dass es für den Grad der Flexibilität der Zinssätze Akzeptanzgrenzen gibt. Die Interventionen werden daher auch weiterhin nützlich bleiben, selbst wenn sie allein nicht genügen, um die Stabilität der Wechselkurse zu gewährleisten.

Manche Stellvertreter beobachteten, dass die im Bericht Nr. 30 eingeschlossenen Vorhersagen für 1987, insbesondere für das Wachstum und die Zahlungsbilanzen, angesichts der neusten Entwicklungen berichtigt werden müssten. Es fielen auch einige Bemerkungen zu den Angaben über die einzelnen Länder.

In Beantwortung der Kommentare der Stellvertreter erklärte Herr Raymond, dass der nächste Sonderbericht der Gruppe eine Analyse der konkreten Methoden und der Mittel zur Verbesserung der geldpolitischen Koordinierung im EWS enthalten wird, und dass die Angaben und Vorhersagen des Berichts Nr. 30 vor seiner Übermittlung an den Währungsausschuss nachgeführt werden könnten.

Was die Arbeiten über die Stärkung des EWS und die Implikationen der Liberalisierung des Kapitalverkehrs betrifft, wurden die Stellvertreter informiert, dass die beiden Expertengruppen unter dem Vorsitz von Herrn Dalgaard bzw. Herrn Raymond damit rechnen, ihre Berichte gegen Ende Mai abzuschliessen. Die Stellvertreter werden in Basel am Sonntag, dem 14. Juni 1987 um 15.00 Uhr zusammentreten, um diese Berichte zu diskutieren. Diese

Diskussion wird auch für die Vorbereitung des mündlichen Berichts von Nutzen sein, den der Vorsitzende des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten am 15. Juni 1987 dem Rat der Wirtschafts- und Finanzminister vorlegen muss.

C. Diskussion des Ausschusses

Herr Leigh-Pemberton erklärt, der Bericht Nr. 30 beziehe sich mehrmals auf die Ausweitung des "broad money" in Grossbritannien. Tatsächlich sei aber die Zielvorgabe für Sterling-M3 suspendiert worden. Dies bedeute jedoch keine Änderung der Geldpolitik, deren Kurs aufgrund der generellen monetären Bedingungen beurteilt werden müsse. Es bestehe eine Tendenz, vermehrt Finanzaktiva in Form von Bankeinlagen zu halten, und das "broad money", das sich aufgebläht habe, widerspiegle ebenso sehr eine Sparneigung als auch neue Ausgabenmöglichkeiten.

Das Wachstum sollte real gemessen 1987 mindestens 3 % betragen, d.h. praktisch gleichviel wie 1986, aber es sollte auf einer besseren Grundlage beruhen, da insbesondere der Verbrauch sich verlangsamen sollte und gute Aussichten für die Investitionen bestehen. Die Verschlechterung der Handelsbilanz sollte weniger deutlich ausfallen als im letzten Haushaltsplan vorhergesehen (Defizit von £ 2,5 Mrd. oder 1 % des BSP). Die staatlichen Ausgaben sollten sich leicht erhöhen und die Steuerlast etwas leichter werden, insbesondere dank den 1986/87 verzeichneten sehr guten Steuereinzugängen seitens der Unternehmen. Der Steuersatz für Unternehmen sei in mehreren Schritten von 45 auf 35 % zurückgenommen worden und gleichzeitig seien gewisse grosszügige Abzugsmöglichkeiten gestrichen worden. Alles in allem hätten diese Massnahmen bei den Steuereinnahmen ausgezeichnete Resultate ergeben und Verzerrungen beseitigt, z.B. aus rein steuerlichen Erwägungen getroffene Investitionsentscheidungen. Ebenso hätte die Herabsetzung des Steuersatzes für die höchsten Einkommen von 85 auf 60 % positive Auswirkungen auf die Steuereinnahmen gehabt. Die Inflationsrate bleibe nahe am Gemeinschaftsdurchschnitt; die Desinflation sei weiterhin ein wichtiges Ziel, und die derzeitige Teuerung von 4 % könnte im Lauf des Jahres 1987 auf 3,5 % zurückgehen. Der Anstieg der Lohnstückkosten sei nicht übermässig, da die starke Zunahme der Löhne von einer spürbaren Verbesserung der Produktivität begleitet werde.

Herr Duisenberg gibt einige Kommentare zum Leistungskonto der niederländischen Zahlungsbilanz ab, dessen Entwicklung eine interessante Illustration des Anpassungsprozesses sei. Die Niederlande hätten während

fünf Jahren bedeutende Leistungsbilanzüberschüsse verzeichnet, die von 2 % des BSP im Jahre 1980 bis zu 4,5 % im Jahre 1985 gingen (Betrag: hfl 18 Mrd.). Die günstige Auswirkung der Austauschrelationen habe wegen der zeitlichen Verzögerung zwischen dem Rückgang der Ölpreise und jenem der Gaspreise noch längere Zeit angedauert. Die Verminderung des Leistungsbilanzüberschusses sei weniger auf einen Verlust an Wettbewerbsfähigkeit der niederländischen Wirtschaft zurückzuführen als vielmehr auf die Abschwächung des Welthandels und die effektive Aufwertung der Landeswährung. Die rückläufige Tendenz des Überschusses werde wahrscheinlich anhalten, und dieser könnte 1987 in der Grössenordnung von 2 % des BSP und 1988 bei 1 % liegen. Dieser Prozess an sich sei zwar nicht überraschend, wohl aber das Tempo, mit dem er sich abspiele. Nun sei es wichtig, dass der Inlandsektor und der öffentliche Sektor sich dieser neuen Lage einer auf normaleres Mass zurückgegangenen Leistungsbilanz anpassten.

Herr Waitzenegger stellt einen Kommentar und zwei Fragen zum Problem der Koordinierung der Geldpolitik ins Zentrum seiner Überlegungen. Die Bedeutung der Koordinierung sei im ausgezeichneten Bericht der "Raymond-Gruppe", der erstmals einen bedeutenden Abschnitt diesem Thema widmet, mit Recht unterstrichen worden. Man könne dem Grundsatz einer besseren Koordinierung der Geldpolitik zustimmen; sie sei für ein harmonisches Funktionieren des EWS gewiss unerlässlich und für eine bessere Konvergenz der Volkswirtschaften der Mitgliedsländer notwendig. Es stellten sich jedoch zwei Fragenkomplexe. Erstens, welches sei der konkrete Inhalt, den man dieser geldpolitischen Zusammenarbeit geben könne? Wie könne man sie in die Praxis umsetzen? Zweifellos werde sie eine Einigung über gemeinsame Ziele erfordern, insbesondere bei den Zinssätzen. Es wäre daher wünschenswert, wenn die Notenbankpräsidenten im Rahmen der laufenden Untersuchungen über die Verbesserung des EWS konkrete, vielleicht von der "Raymond-Gruppe" erarbeitete Vorschläge diskutieren könnten

Die zweite Frage betreffe die Tragweite und die Grenzen einer geldpolitischen Koordinierung, die zwar notwendig, aber vielleicht nicht genügend sei. Diese Koordinierung müsse als integrierender Bestandteil eines Systems angesehen werden, das auch auf anderen Instrumenten beruhe, insbesondere einer gemeinsamen Politik gegenüber Drittwährungen und einer ausgeglicheneren Funktionsweise der EWS-Mechanismen. Diese Themen werden ohne Zweifel in den kommenden Monaten in den Debatten der Notenbankpräsidenten auftauchen. Selbstverständlich sei eine vermehrte Konvergenz der

wirtschaftlichen Eckdaten unerlässlich, ebenso eine verstärkte Koordinierung nicht nur der Geldpolitik, sondern auch der Wirtschaftspolitik im weiteren Sinn. Diesbezüglich könne man sich fragen, ob eine gegenseitige Überwachung auf der Basis objektiver Indikatoren, wie man das im Rahmen des IWF zu tun beginne, nicht auch innerhalb der europäischen Währungszone erwogen werden sollte.

Herr Pöhl legt einige Überlegungen zur währungspolitischen Zusammenarbeit im Rahmen des EWS dar. Das Zinsgefälle spiele bei der Stabilisierung der Wechselkurse im EWS eine sehr grosse Rolle, und es bestünden in der Tat sehr grosse Differenzen. Beispielsweise seien die dänischen kurzfristigen Zinssätze etwa dreimal so hoch wie die deutschen und hätten zweifellos zur Festigkeit der dänischen Krone beigetragen. Die Konzertation und die Koordinierung müssten intensiviert werden, aber in der Praxis träten erhebliche Schwierigkeiten auf, und jedes Land laufe Gefahr, in eine Konfliktstituation zu geraten: Auf der einen Seite stehe der Wunsch, den Wechselkurs zu stabilisieren, auf der anderen binnenwirtschaftliche Notwendigkeiten. So wünschten die Partner Deutschlands, dass dieses seine Zinssätze senke; dies sei ein allgemein verbreiteter und berechtigter Wunsch, und die Behörden werden auch weiterhin in kleinen Schritten Druck auf die Zinssätze ausüben. Seit 14 Monaten überschreite jedoch die Ausweitung der Geldmenge die Zielvorgabe, und wenn auch die Inflation sehr niedrig sei, so werde die Aufblähung der Geldmenge schliesslich doch, mit einer gewissen Verzögerung, eine Wirkung zeitigen. In dieser Hinsicht scheine eine Senkung der Zinssätze unvernünftig, und die Deutsche Bundesbank werde im übrigen in Deutschland wegen ihrer allzu expansiven und unvorsichtigen Politik kritisiert.

Herr Russo teilt dem Ausschuss mit, dass die Dienststellen der Kommission beabsichtigen, ein Dokument mit rund 30 Indikatoren vorzubereiten, das zweimal jährlich der vom Währungsausschuss vorzunehmenden Übung der Politikkoordinierung dienen soll; die erste Übung dieser Art soll an der Juli-Sitzung stattfinden.

Zur Stärkung des EWS bemerkt Herr Russo, dass die Schwankungsmarge seit einiger Zeit von den EWS-Ländern vermehrt genutzt werde, was bedeute, dass die Limiten öfters erreicht werden könnten. Unter diesen Umständen wäre eine Überprüfung der Annahmefreigrenzung der ECU nützlich, damit die Glaubwürdigkeit der Funktionsweise des Systems gewahrt bleibe, in welchem die Notwendigkeit, innerhalb der Margen zu intervenieren, geringer, die

Interventionen an den Interventionspunkten dagegen umfangreicher und häufiger werden könnten.

Hinsichtlich des von Herrn Pöhl erwähnten Dilemmas meint Herr Russo, dass aufgrund des Systems, an dem Deutschland und seine Partner teilnehmen, das Überschreiten der Geldmengenziele manchmal auch mit einer Senkung anstatt einer Erhöhung der Zinssätze vermieden werden könnte.

Herr Hoffmeyer bezieht sich auf die Bemerkung von Herrn Pöhl über das Zinsgefälle zwischen Deutschland und Dänemark und erklärt, dieses Gefälle sei wohl recht bedeutend, in der Grössenordnung von 6,5 Punkten, aber es sei ähnlich, wenn man Irland und Italien zum Vergleich heranziehe, und sehr viel grösser gegenüber Spanien.

Der Vorsitzende schliesst die Diskussion mit nochmaligem Dank an Herrn Raymond und seine Expertengruppe für die geleistete Arbeit und mit einigen Bemerkungen.

Der Gedankenaustausch habe eine der grossen, im Ausschuss oft genannten Fragen beleuchtet, nämlich die Beziehung zwischen Geldpolitik und Wechselkurspolitik in einem Umfeld zunehmender Liberalisierung des Kapitalverkehrs. Es gehe darum, hartnäckig zu suchen und den berühmten Ausgleich (das "trade off") zwischen den verschiedenen Anforderungen zu finden. Die Arbeiten über die Stärkung des EWS sollten in diesem Sinne weitergeführt werden. Das Problem sei nicht nur, die angewandten Verfahren zu ändern, sondern vielleicht eine tiefgreifende Änderung der Art und Weise vorzunehmen, in der die Zentralbanken ihre täglichen Geschäfte angehen. Es sei in der Tat immer leichter, sich über Ideen einig zu werden als über deren praktische Durchführung. In dieser Hinsicht sei der neue Abschnitt über die "Koordinierung" im Bericht Nr. 30 hochwillkommen; die Experten sollten auf diesem Weg weitergehen und ihren Arbeiten eine konkrete Wendung geben; ihre Vorschläge werden im Juni von den Stellvertretern und im Juli von den Präsidenten geprüft werden.

Die Koordinationsfragen schliessen sich an das grosse Thema der Konvergenz an und ergänzen es. Die auf diesem Gebiet erzielten Erfolge seien vielleicht nicht ganz gefestigt; daher sei es wichtig, die Bemühungen auf einer soliden Basis weiterzuverfolgen. Allein schon das Bestehen von bedeutenden Zinsgefällen zeige, dass man noch einen weiten Weg zurückzulegen habe.

Der Vorsitzende schliesst mit der Feststellung, dass der Bericht Nr. 30 im Hinblick auf seine Übermittlung an den Währungsausschuss wie

üblich noch korrigiert und gegebenenfalls gewisse Angaben auf den neusten Stand gebracht werden könnten.

IV. Unterzeichnung der Akte über den Beitritt der Banco de España zum EWS-Abkommen

Der Vorsitzende erklärt, dass die Zentralbankpräsidenten gebeten werden, die Beitrittsakte der Banco de España zum Abkommen über das EWS zu unterzeichnen; die üblichen drei Versionen - deutsch, englisch, französisch - werden den Zentralbankpräsidenten vorgelegt. Er fügt hinzu, dass man die Erweiterung des Teilnehmerkreises nur begrüßen könne.

V. Weitere Fragen innerhalb der Zuständigkeit des Ausschusses

1. Ersuchen der Finlands Bank um Teilnahme an der Konzertation

Der Vorsitzende erinnert daran, dass nach dem günstigen Vorbescheid der Zentralbankpräsidenten im April Herr Kullberg, der Gouverneur der Finlands Bank, ihm ein formelles Ersuchen um Teilnahme an der Konzertation zugestellt hat; dieses Ersuchen ist den EG-Notenbankpräsidenten zugewendet worden. Diese sollten nunmehr ihre Zustimmung bekräftigen. Danach wird der Vorsitzende Herrn Kullberg antworten, und das Sekretariat wird mit der Finlands Bank die praktischen Einzelheiten der Teilnahme dieses Instituts an der Konzertation organisieren.

Der Vorsitzende stellt die Zustimmung des Ausschusses fest.

2. Neues Telefonkonferenzsystem

Herr Dini freut sich, dem Ausschuss mitteilen zu können, dass die Stellvertreter zu einer Einigung über den Standort der Zentrale des neuen Telefonnetzes gelangt sind. Gemäss der Empfehlung von Herrn Dalgaard und aufgrund technischer Erwägungen, die im wesentlichen den Unterhalt des Systems betreffen, ist vereinbart worden, die Zentrale bei der Deutschen Bundesbank in Frankfurt zu installieren. In dieser Stadt kann der schnellste Unterhaltungsdienst garantiert werden, während die Kostenunterschiede für die Miete von Telefonleitungen wahrscheinlich gering wären, ob nun die Zentrale in Frankfurt oder anderswo installiert wird. Ein wesentlicher Faktor ist

hier, dass der Hersteller des gewählten Materials, die Telenorma AG, ihren Hauptsitz sowohl für die Hardware als auch für die Software in Frankfurt hat, und dass ihre Fachleute für Telefonleitungen ebenfalls in dieser Stadt sind.

Die Zustimmung der Stellvertreter erfolgte einstimmig, aber bei der Prüfung der Vor- und Nachteile der verschiedenen möglichen Standorte waren manche Stellvertreter nicht sehr vom zweistufigen Verfahren und Entscheidungsprozess befriedigt, d.h. dass zunächst das System und erst danach der Standort der Zentrale gewählt wurden. Im Sinne einer Zusammenarbeit haben sie dennoch die von Herrn Dalgaard vorgelegten technischen Erwägungen zugunsten des Standorts Frankfurt für das Zentrum des Systems akzeptiert.

VI. Zeit und Ort der nächsten Sitzung

Wegen der Generalversammlung der BIZ findet die nächste Sitzung des Ausschusses am Montag, dem 15. Juni 1987, um 10.00 Uhr statt.

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

APRIL 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 April und während der ersten Maitage 1987.

I. ENTWICKLUNG DER WECHSELKURSE

Im April prägten folgende Entwicklungen das Geschehen auf den Devisenmärkten:

- eine erneute, praktisch allgemeine Werteinbusse des Dollars, deren Tempo und Ausmass je nach Währung unterschiedlich ausfiel. Sie war:
 - . besonders stark gegenüber dem Yen, der gegenüber dem Dollar einen neuen historischen Höchstkurs erreichte;
 - . deutlich gegenüber dem Pfund Sterling und dem Schweizer Franken;
 - . etwas geringer gegenüber den EWS-Währungen;

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

- sehr grosse Kapitalbewegungen, welche massive, konzentrierte Interventionen der Zentralbanken im Rahmen des "Louvre-Abkommens" in einem ähnlichen Ausmass wie im März erforderlich machten;
- eine deutliche Abschwächung des kanadischen Dollars.

Gegenüber dem US-Dollar war der Markt weiterhin auf Baisse eingestellt. Zunächst konzentrierten sich die Dollarverkäufe auf den Yen, aber als die japanischen, amerikanischen und andere Währungsbehörden diesem Druck mit Käufen von Dollar gegen Yen begegneten, begann sich die Aufmerksamkeit auf die Parität Dollar/D-Mark zu verlagern.

Die Dollarverkäufe liessen im Vorfeld des Treffens der Minister und Zentralbankpräsidenten der Siebenergruppe am 8. April etwas nach, wurden jedoch wieder lebhafter, als keine neuen Massnahmen angekündigt wurden und die Händler ihre Aufmerksamkeit auf das anhaltende US-Handelsdefizit richteten. Vor dem Osterwochenende festigte sich der Dollar. Ursächlich waren Positionsbereinigungen und der in Marktkreisen verbreitete Eindruck, dass die US-Geldpolitik restriktiver werden könnte. Die Schwierigkeiten, auf die Premierminister Nakasone mit seinem Vorschlag einer Mehrwertsteuer in Japan stiess, sowie die Besorgnis über fehlende grundlegende Stärke der amerikanischen Wirtschaft und das Fortschreiten protektionistischer Gesetzgebung im Kongress liessen die Stimmung des Marktes rasch umschlagen. Der Verkaufsdruck wurde allgemein, als der Dollar am 24. April gegenüber der D-Mark auf unter DM 1.80 fiel. Die US-Behörden intervenierten an jenem Tag sowohl gegen Yen als auch gegen D-Mark, um diesen Trend zu bremsen. Der Druck liess vor Nakasones Besuch in Washington und nach Erklärungen nach, dass die amerikanische und die japanische Geldpolitik den Dollar stützen würden. Als sich der Monat seinem Ende näherte, nahm der Abwertungsdruck auf den Dollar wieder zu. Das Marktklima war geprägt von der Enttäuschung über das Ergebnis des Nakasone-Besuchs und der Erwartung, dass man in Deutschland weder mit geld- noch mit finanzpolitischen Massnahmen die Wirtschaft stimulieren wolle.

Am Monatsende notierte der Dollar gegenüber dem Yen um mehr als 4 % tiefer und etwa 1 % tiefer gegenüber der D-Mark und den anderen EWS-Währungen.

Im EWS konnten die Teilnehmer trotz des mässigen Kursrückgang des Dollars während fast des ganzen Monats die jeweilige Position ihrer Währung halten und gleichzeitig beträchtliche Dollarkäufe tätigen. In der letzten

Aprilwoche befestigte sich jedoch die D-Mark gegenüber den meisten anderen Währungen.

Die D-Mark entwickelte sich im Berichtsmonat uneinheitlich. Gegenüber dem US-Dollar verzeichnete sie per saldo weitere leichte Kursgewinne. Im Kursverbund des EWS befestigte sie sich gegenüber der Lira, dem französischen Franc und dem belgischen Franc, während sie gegenüber den anderen Partnerwährungen im Kurs etwas nachgab. Im Verhältnis zu den übrigen frei floatenden Währungen schwächte sie sich ab, gegenüber dem Yen (mit 3,5 %) und dem Pfund Sterling (mit 2,8 %) sogar recht deutlich.

Der französische Franc wies während des grössten Teils des Monats, insbesondere dank weiterer bedeutender Kapitalzuflüsse, eine feste Tendenz auf. In der letzten Woche war er Gegenstand einiger Rückzüge, die offenbar im Zusammenhang mit dem Eingehen von Haussepositionen in D-Mark standen. Es wurde jedoch kein Druck auf die Euro-Franc-Sätze beobachtet.

Der belgische Franc profitierte während fast des ganzen Monats von einer stetigen Nachfrage. Die Banque Nationale de Belgique nutzte diese Situation, um schrittweise die kurzfristigen Zinssätze leicht zurückzunehmen. Ueberdies intervenierte sie mit namhaften Devisenkäufen. In den letzten Tagen des Monats änderte sich diese Situation plötzlich. Um ein allzu abruptes Nachgeben ihrer Währung zu vermeiden, verkaufte die Banque Nationale de Belgique Devisen am Markt.

Der holländische Gulden verharrte am unteren Ende des EWS-Bandes, und die Nederlandsche Bank verzeichnete bescheidene Devisenzuflüsse.

Die dänische Krone blieb unverändert nahe dem oberen Rand des EWS-Bandes.

Das irische Pfund hielt sich stabil in der unteren Hälfte des EWS-Bandes; Devisenrückflüsse führten zu beträchtlichen Interventionskäufen der Central Bank of Ireland. Im Berichtszeitraum setzte die Central Bank of Ireland ihren Satz für kurzfristige Kredite in zwei Schritten um 1 % herab, nämlich am 16. April von 13 1/4 auf 12 3/4 % und am 24. April von 12 3/4 auf 12 1/4 %.

Die italienische Lira hielt sich im oberen Teil des Schwankungsbandes. Allerdings verzeichnete sie gegenüber der D-Mark eine geringe Werteinbusse, die sich gegen Monatsende noch verstärkte. Am Monatsanfang intervenierte die Banca d'Italia im Rahmen der konzertierten Interventionen mit Dollarkäufen. Im folgenden machten Verschiebungen der relativen Positionen im EWS-Band DM-Interventionsverkäufe erforderlich, um den Wertverlust der

Lira zu bremsen. Per saldo ergaben die Interventionen im Berichtsmonat einen geringen Reservenabfluss.

Das Pfund Sterling erfreute sich weiterhin einer sehr beträchtlichen Nachfrage. Ursächlich waren der anhaltende Optimismus hinsichtlich der wirtschaftlichen Entwicklungen und die Erwartung, dass die derzeitige Regierung bei frühen Neuwahlen wiedergewählt würde. Eine Zinssatzsenkung der Clearingbanken um 1/2 auf 9 1/2 % wurde problemlos verkraftet. Trotz beträchtlicher Interventionen stieg der Index des gewogenen Aussenwerts des Pfundes um 2 1/2 % auf 73,2 (1975 = 100), seinen höchsten Stand seit neun Monaten.

Die griechische Drachme verlor gegenüber der ECU 0,8 % und gewann gegenüber dem US-Dollar 0,4 % an Wert. Ihr gewogener Aussenwert sank um 0,9 %.

Die spanische Peseta festigte sich gegenüber dem US-Dollar um 1,2 %; gegenüber den EG-Währungen blieb ihr gewogener nominaler Aussenwert unverändert. Um die von den monetären Rahmenbedingungen in Spanien verursachten kurzfristigen Kapitalzuflüsse zu bremsen, wurde eine Mindestreserve von 19,5 % auf die gesamten Bankeinlagen in konvertiblen Peseten (vorher waren nur Zuwächse reservepflichtig) sowie auf den Nettozuwachs von Fremdwährungsverbindlichkeiten eingeführt. Diese Massnahmen wurden durch eine plötzliche Ausweitung des Zinsgefälles teilweise zunichte gemacht. Aus diesem Grund verfügte der Wirtschafts- und Finanzminister mit Wirkung vom 28. April ein Verzinsungsverbot für neue Einlagen in konvertiblen Peseten.

Der portugiesischen Escudo festigte sich gegenüber dem US-Dollar um 0,9 %; sein gewogener Aussenwert ging um 0,5 % zurück.

Der Schweizer Franken erreichte am Monatsende mit 1,4425 seinen höchsten je verzeichneten Kurs gegenüber dem US-Dollar. Aus Zinsgründen festigte er sich auch gegenüber den EWS-Währungen. Sein gewogener Aussenwert stieg um 1,6 %.

Der österreichische Schilling festigte sich im April gegenüber dem US-Dollar um 0,9 %, die Monatsamplitude betrug 3,4 %. Gegenüber der D-Mark schwankte der Schilling lediglich um 0,06 %.

Die schwedische Krone schwächte sich etwas ab; ihr Währungsindex stieg von 130,1 auf 130,5. Niedrigere kurzfristige Zinssätze verminderten die Kapitalzuflüsse.

Die norwegische Krone festigte sich erneut. Ursächlich waren Kapitalzuflüsse, die durch weiterhin höhere norwegische Zinssätze angezogen

wurden. In letzter Zeit haben offenbar auch ausländische Anlagen am Aktienmarkt zur Nachfrage nach Kronen beigetragen.

Nachdem der kanadische Dollar in den vergangenen Monaten einen raschen Kursanstieg verzeichnet hatte, schwächte er sich ab Mitte April gegenüber dem US-Dollar beträchtlich ab. Die Abschwächung erfolgte in einem Umfeld, das durch Instabilität der internationalen Kapitalströme und durch Wechselkursungewissheiten geprägt war. Besonders litt der kanadische Dollar darunter, dass das Interesse von Gebietsfremden am Erwerb von auf kanadische Dollar lautenden Wertpapieren schwand; ursächlich dafür war teilweise eine leichte Verengung des Gefälles zwischen den kurzfristigen Zinssätzen in den USA und Kanada.

Der japanische Yen festigte sich im April gegenüber dem US-Dollar um 4,3 %. Am Monatsanfang pendelte der Yen gegenüber dem Dollar um eine Marke von 146-147 und festigte sich dann gegen Ende des Monats. Seinen historischen Höchststand erreichte er am 27. April, als für den Dollar nur noch Yen 137,25 bezahlt wurden. Ein wesentlicher Grund für diesen Kursaufschwung des Yen waren die fallenden Preise am Markt für amerikanische Staatsanleihen, welche manche japanische institutionelle Anleger um die Monatsmitte herum veranlassten, US-Dollar zu verkaufen.

Gegenüber den wichtigsten europäischen Währungen legte der Yen ebenfalls zu; im Verlauf des Monats wertete er sich gegenüber der ECU um 3,4 % auf.

II. INTERVENTIONEN

A. Interventionen in US-Dollar

Im April waren die Dollarkäufe der Zentralbanken wiederum sehr hoch. Sie beliefen sich netto auf US-\$ 23,7 Mrd., verglichen mit US-\$ 21,2 Mrd. im März. Die Bruttokäufe betrugen US-\$ 26,5 Mrd. und die Bruttoverkäufe US-\$ 2,8 Mrd. Die bedeutendsten Käufer von Dollar waren netto die Bank of Japan, die Bank of England, die Banque de France, die Federal Reserve Bank und die Banca d'Italia.

B. Interventionen in Gemeinschaftswährungen

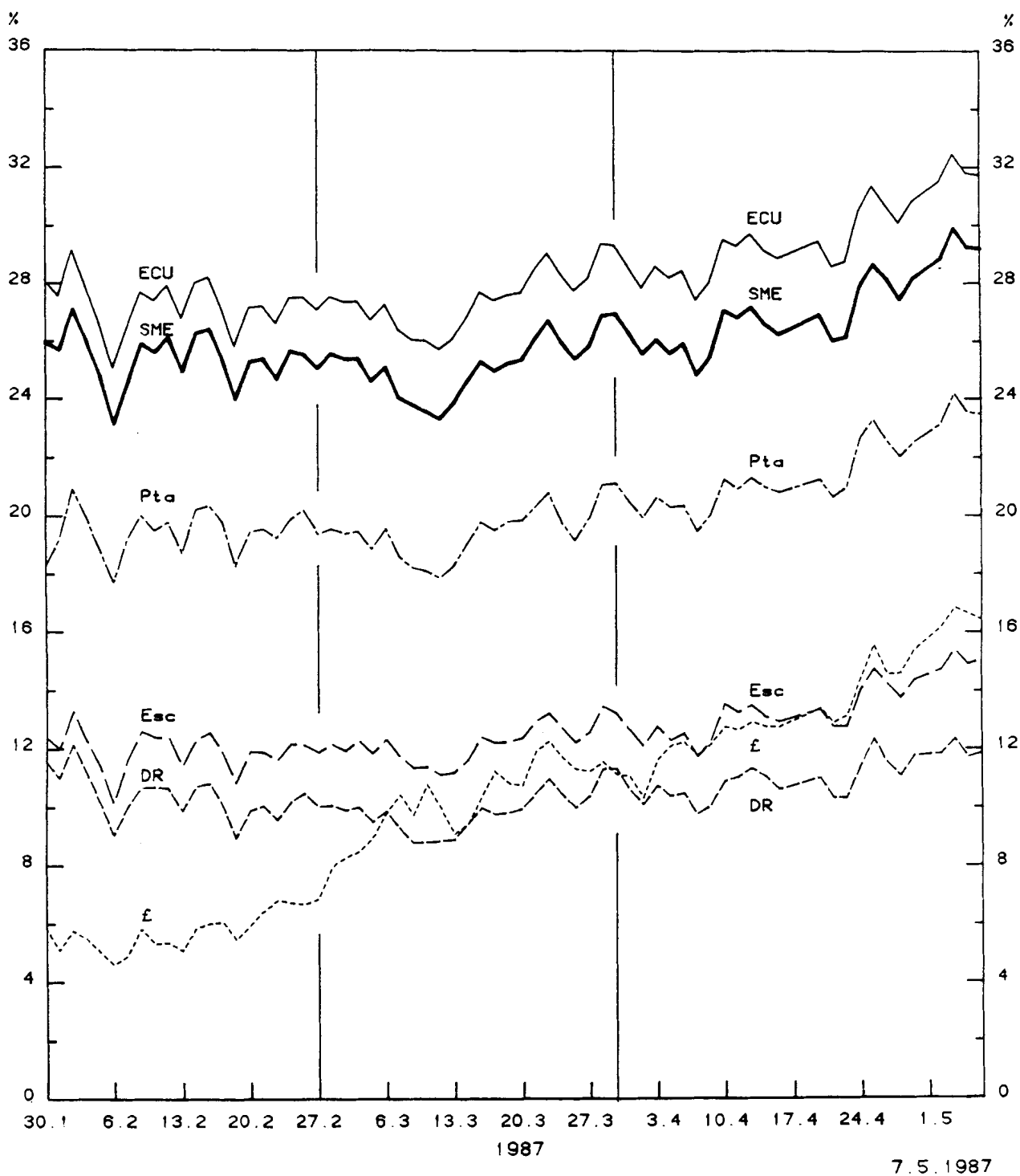
Die Interventionen in EWS-Währungen gegen andere EWS-Währungen beliefen sich im April insgesamt auf den Gegenwert von US-\$ 2,4 Mrd.,

gegenüber US-\$ 9,9 Mrd. im März. Sie bestanden hauptsächlich aus intramarginalen DM-Verkäufen der Banca d'Italia und der Banque de France. Die Banque Nationale de Belgique kaufte private ECUs.

III. DIE ERSTEN MAITAGE

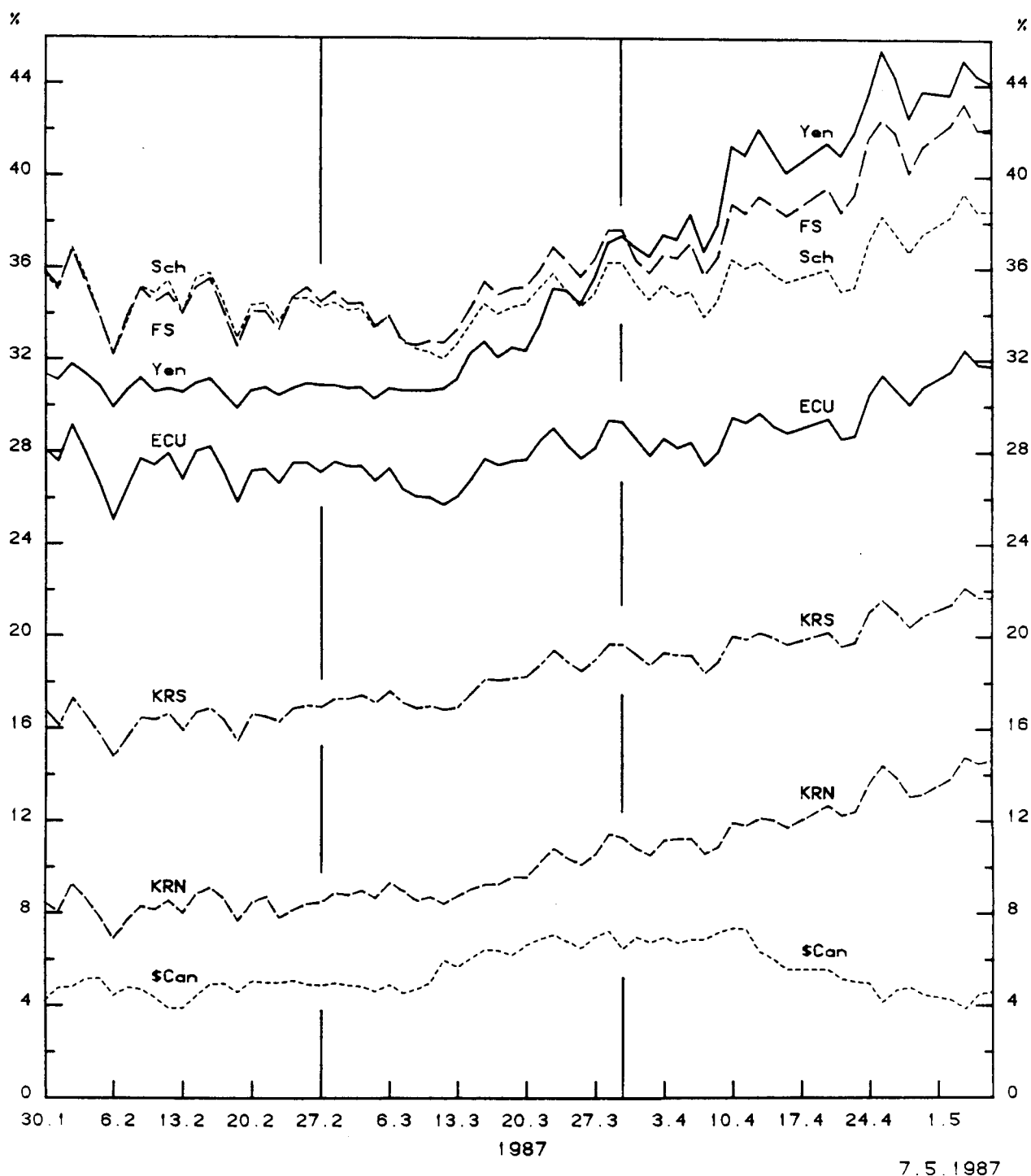
In den ersten zwei Tagen verzeichnete der Dollar insbesondere gegenüber der D-Mark erneut einen Kursrückgang, den die Zentralbanken mit Interventionskäufen in Grenzen zu halten versuchten. Am Ende der Woche stabilisierte sich der Dollar. Das Pfund Sterling setzte trotz weiter nachgebender Zinsen und massiver Interventionen seinen Aufwärtstrend fort. Im EWS erlitt die italienische Lira eine kräftige Kurseinbusse, verblieb aber im engen Kursband.

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 *



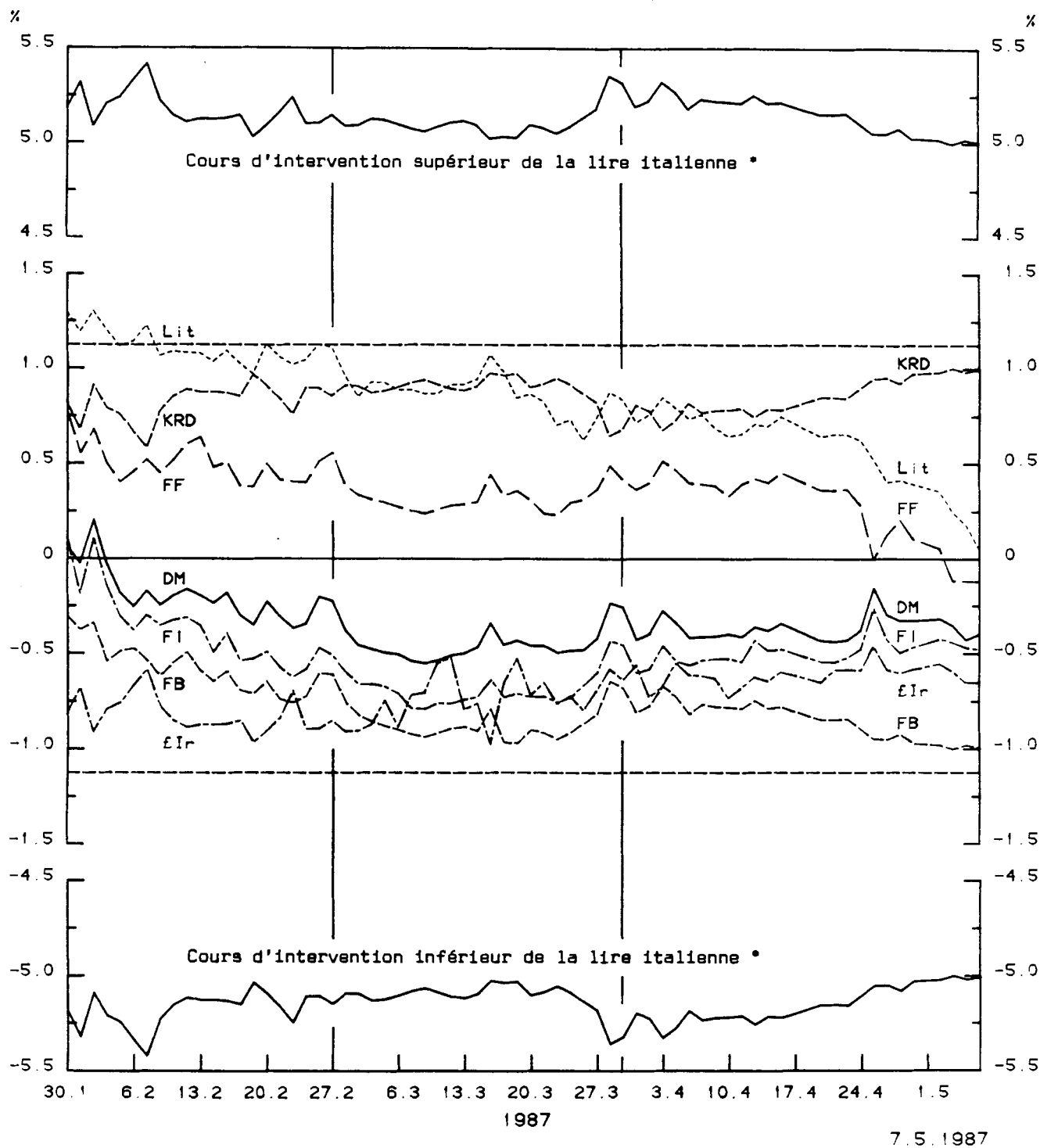
* Voir page suivante.

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 *



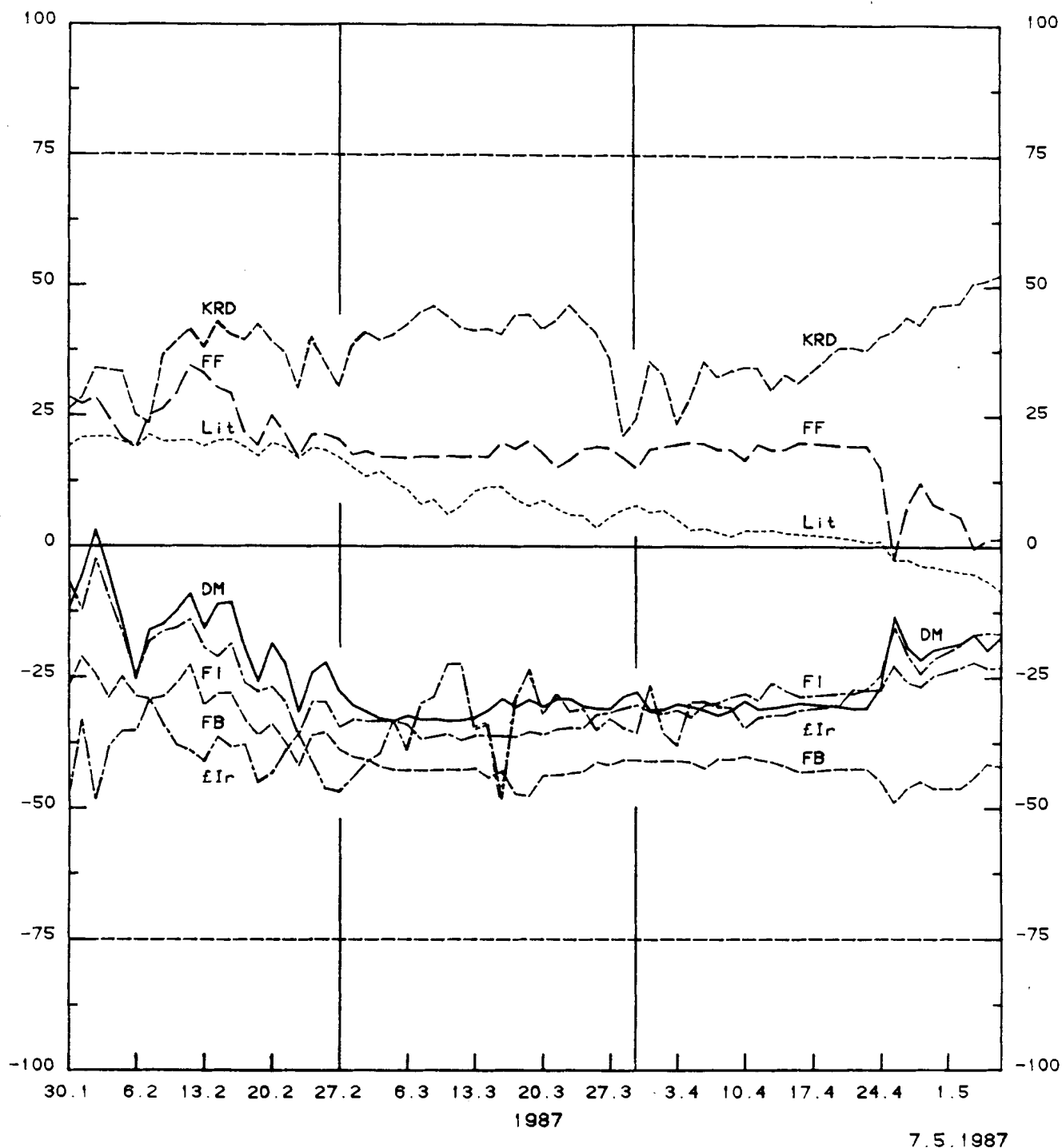
*• ECU 1,12622; £ 0,6930; DR 147,7599; PTA 153,7503; ESC 158,4995;
\$Can 1,3975; FS 2,0725; Yen 200,7001; KRS 7,5650; KRN 7,5850;
Sch 17,2901; cours médian des monnaies participant au SME 1,11003. Le
cours médian des monnaies participant au SME représente la moyenne
journalière des cours des deux monnaies à marge de fluctuation de
2,25%, exprimés en dollars EU, qui se sont éloignés le plus de leurs
cours-pivots bilatéraux actuels.

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



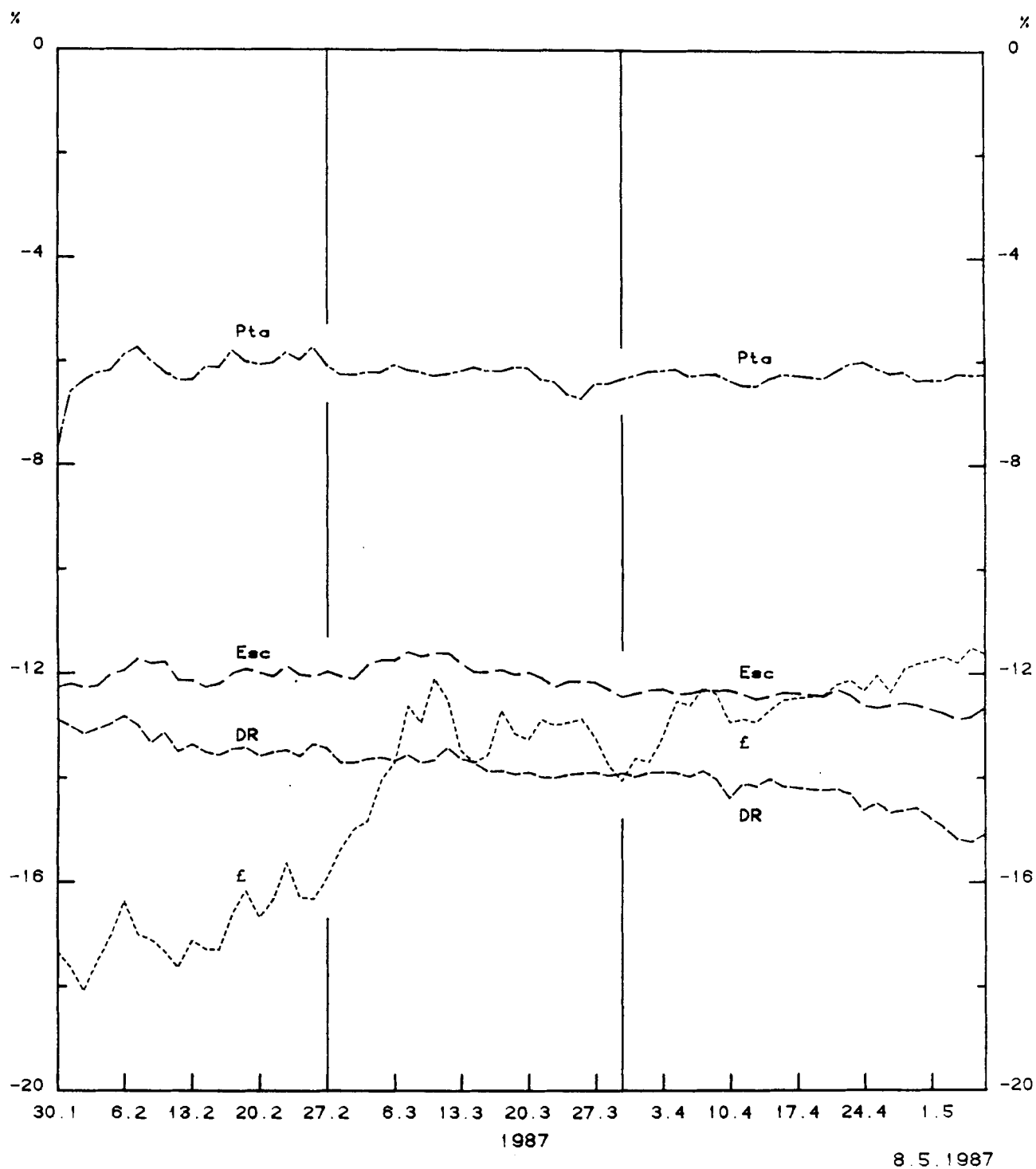
* Les cours d'interventions supérieur et inférieur de la lire italienne représentent l'écart maximal théorique par rapport à la monnaie la plus faible respectivement la plus forte dans la bande de fluctuation étroite de 2,25%.

EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE •



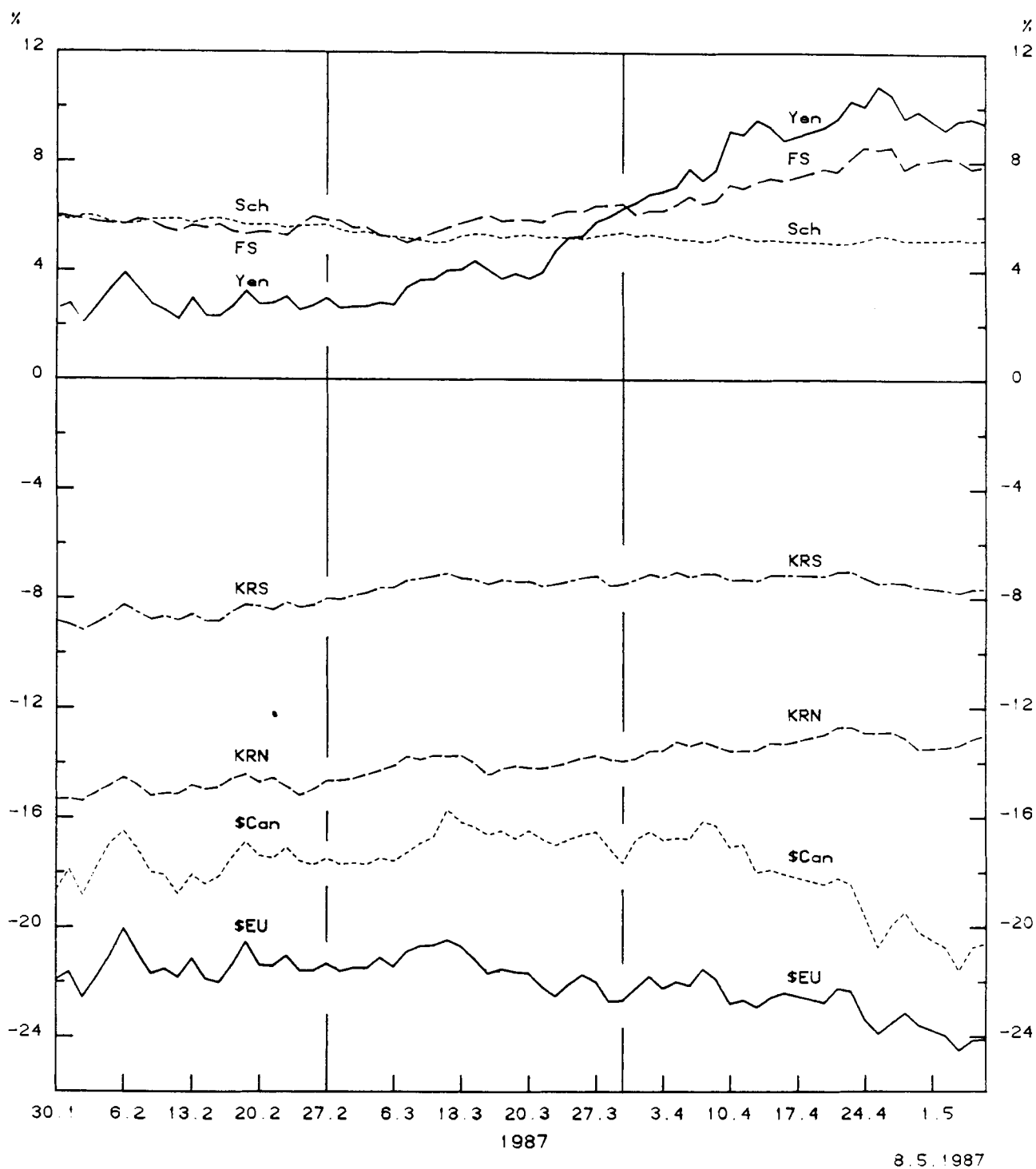
• L'indicateur de divergence a pour but de mesurer, sur une base comparable pour toutes les monnaies participant au mécanisme de change européen, la position d'une monnaie vis-à-vis de son cours-pivot ECU. L'écart maximal de divergence est le pourcentage maximal par lequel le cours de marché de l'ECU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