

Vertraulich  
Uebersetzung

PROTOKOLL\*

DER 202. SITZUNG DES AUSSCHUSSES DER PRAESIDENTEN  
DER ZENTRALBANKEN DER MITGLIEDSTAATEN  
DER EUROPÄISCHEN WIRTSCHAFTSGEMEINSCHAFT  
BASEL, DIENSTAG, 14. Januar 1986, 10 UHR

---

Anwesend sind: der Gouverneur der Bank of England und Ausschussvorsitzende, Herr Leigh-Pemberton, begleitet von den Herren Loehnis und Kirby; der Gouverneur der Banque Nationale de Belgique, Herr Godeaux, begleitet von den Herren Janson und Rey; der Gouverneur der Danmarks Nationalbank, Herr Hoffmeyer, begleitet von Herrn Mikkelsen; der Präsident der Deutschen Bundesbank, Herr Pöhl, begleitet von den Herren Gleske und Rieke; der Gouverneur der Bank von Griechenland, Herr Chalikias, begleitet von den Herren Papageorgiou und Zarifopoulos; der Gouverneur der Banco de España, Herr Rubio, begleitet von den Herren Sanchez-Pedreño und Feito; der Gouverneur der Banque de France, Herr Camdessus, begleitet von den Herren Waitzenegger und Capanera; der Gouverneur der Central Bank of Ireland, Herr Ó Cofaigh, begleitet von den Herren O'Grady Walshe und O'Leary; der Gouverneur der Banca d'Italia, Herr Ciampi, begleitet von den Herren Dini und Maserà; der Präsident der Nederlandsche Bank, Herr Duisenberg, begleitet von den Herren Szász und Boot; der Gouverneur der Banco de Portugal, Herr Ribeiro Constâncio, begleitet von den Herren Azeredo Vaz Pinto und Saldanha do Valle; der Generaldirektor für Wirtschaft und Finanzen der Kommission der Europäischen Gemeinschaften, Herr Russo, begleitet von Herrn Mingasson; der Generaldirektor des Luxemburgischen Währungsinstituts, Herr Jaans. Zugewegen ist ferner Herr Dalgaard, Vorsitzender der Expertengruppe. Ebenfalls anwesend sind der Generalsekretär des Ausschusses, Herr Morelli, und sein Beigeordneter, Herr Bascoul, sowie die Herren Scheller und Cook und die Herren Bockelmann und Dagassan.

---

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

Der Vorsitzende eröffnet die Sitzung und heisst den Gouverneur der Banco de España und den Gouverneur der Banco de Portugal herzlich willkommen, die infolge des Beitritts ihrer Länder zu den Europäischen Gemeinschaften heute erstmals als Vollmitglieder im Ausschuss anwesend sind. Er teilt mit, dass Kommissionspräsident Delors, der an der heutigen Sitzung teilzunehmen beabsichtigt hatte, sich entschuldigen lässt, da er sich wegen einer Aenderung der Tagesordnung des Europäischen Parlaments nach Strassburg begeben musste; Herr Delors hofft sehr, im Februar nach Basel kommen zu können.

I. Billigung der Protokolle der 200. und der 201. Sitzung

Der Ausschuss billigt einstimmig die Protokolle der 200. und der 201. Sitzung, vorbehaltlich einiger Aenderungen redaktioneller Art, die in den endgültigen Texten Berücksichtigung finden.

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

- Vorlage des Berichts über die Entwicklung an den Devisenmärkten der an der Konzertation beteiligten Länder im Dezember 1985 und während der ersten Januartage 1986 durch Herrn Dalgaard;
- Verabschiedung des Ausschussberichts an die Finanzminister der EG-Länder;
- Monatsstatistiken.

Herr Dalgaard kommentiert den dem Protokoll beigefügten Bericht und hebt einige bemerkenswerte Vorgänge hervor, nämlich:

- dass der Kursrückgang des Dollars offenbar eine Eigendynamik entwickelt hat, die in vielerlei Hinsicht seinem unaufhaltsamen Aufstieg bis Februar 1985 ähnelt;
- dass der bisher eher in geordneten Bahnen verlaufende Kursrückgang durch mehrere Faktoren begünstigt worden ist, etwa durch die seit Ende Februar 1985 durchgeführten und nach dem 22. September mit mehr Nachdruck betriebenen Dollarabgaben, wobei jedoch die

Haltung der einzelnen Zentralbanken sehr unterschiedlich war; die amerikanische Notenbank und die Bank of Japan hatten vor allem am Anfang stark interveniert und waren dann im Dezember von anderen Zentralbanken abgelöst worden, namentlich von der Banca d'Italia, der Central Bank of Ireland, der Bank of Canada und der Norges Bank, die sämtlich zur Verteidigung ihrer Währungen und nicht mit dem Ziel intervenierten, den Dollarkurs zu drücken;

- dass im EWS, in welchem trotz der starken Wertverluste des Dollars die Lage bis Ende November ruhig geblieben war, seitdem Spannungen aufgetreten sind: Die relativen Positionen der Währungen haben sich verändert und hätten sich ohne die umfangreichen, vorwiegend in D-Mark getätigten intramarginalen Interventionen noch mehr verändert; der französische Franc und der belgische Franc standen sich mehrmals in Opposition gegenüber; die internen und vor allem die Eurozinssätze mehrerer EWS-Währungen sind deutlich angestiegen.

Herr Loehnis erklärt, dass die Stellvertreter keine besonderen Bemerkungen zum Bericht selbst haben und dessen Annahme in der vorliegenden Fassung empfehlen. Im Bericht sei die zugunsten Italiens durchgeführte ECU-Mobilisierung nicht erwähnt worden, da derartige Transaktionen zwischen Währungsbehörden keinen Einfluss auf die Devisenmärkte haben und ähnliche Operationen, so die in der Vergangenheit gegen Dollar oder D-Mark durchgeführten ECU-Swapgeschäfte, ebenso unerwähnt geblieben seien. Die mit Italien abgeschlossene Transaktion ist natürlich im Dezemberbericht des Agenten des EFWZ enthalten.

Die Stellvertreter hätten nach der Prüfung des Konzertationsberichts über die jüngste Entwicklung auf den Devisenmärkten sowohl mit Blick auf den Dollar als auch das EWS diskutiert. Eine aufmerksame Untersuchung dieser Entwicklung seitens der Zentralbankpräsidenten sei schon deshalb angezeigt, weil sich die Fünfergruppe nächstes Wochenende, dem 18./19. Januar 1986, in London trifft. Es sei angeregt worden, als ersten Punkt zu prüfen, ob das derzeitige Kursniveau des Dollars angemessen und die zur Beeinflussung des Kurses verwendeten Mittel ausreichend seien. Die ambivalente Rolle des Yen sei ebenfalls angesprochen worden. Es sei erneut betont worden, dass Interventionen am Devisenmarkt nur dann

nützlich seien, wenn sie der Grundtendenz des Marktes entsprechen, dagegen zum Scheitern verurteilt seien, wenn sie gegen diese Tendenz anzugehen versuchten.

Der zweite Punkt, den die Zentralbankpräsidenten vielleicht diskutieren möchten, bezieht sich auf das Wiederaufleben von Spannungen im EWS. Einige Stellvertreter seien der Auffassung gewesen, dass diese Spannungen systemimmanent seien und eng mit der Wechselkursorientierung der Staaten der Fünfergruppe zusammenhängen. Diese Stellvertreter hätten betont, dass die gegenwärtig verfolgte Wechselkursstrategie dem Markt keine deutlichen Zeichen hinsichtlich des erwünschten Dollarkursniveaus gebe, was eher der Instabilität als der Stabilität des Marktes Vorschub leiste. Die von offizieller Seite geschaffene Verunsicherung lasse im EWS Spannungen entstehen und Spekulationen über ein bevorstehendes Realignment aufleben. Eine Leitkursneuordnung wäre indes von den fundamentalen Bedingungen her nicht gerechtfertigt und würde die erwünschte Konvergenz einen Schritt zurückführen. Andere Stellvertreter seien der Auffassung gewesen, dass die Spannungen im EWS verringert werden könnten, wenn einige Partnerländer ihren Spielraum zu Zinssenkungen nützten.

Diese Ansichten seien von anderen Stellvertretern nicht geteilt worden, die betont hätten, dass sich die Aktion der Länder der Fünfergruppe stabilisierend ausgewirkt habe. Zudem hätten sie es als wünschenswert angesehen, dass jene Länder, deren Währungen gegenwärtig einem Abwertungsdruck ausgesetzt seien, die erforderlichen Massnahmen sowohl im monetären Bereich als auch auf wirtschaftlichem Gebiet im weiteren Sinn ergreifen, um die Märkte davon zu überzeugen, dass die zuständigen staatlichen Instanzen entschlossen sind, die gegenwärtige Paritätenstruktur im EWS zu verteidigen. So hätten die substantiellen Devisenabflüsse der vergangenen Wochen es gerechtfertigt, dass in den betroffenen Ländern die monetären Rahmenbedingungen mit mehr Nachdruck verschärft worden wären, als dies tatsächlich der Fall gewesen sei.

Herr Ciampi ruft in Erinnerung, dass die Banca d'Italia im Juli 1985 die Initiative zu einer Revision der Leitkurse im EWS ergriffen habe, da sie es für notwendig hielt, den Erwartungen des Marktes hinsichtlich einer allgemeinen Neuordnung der Leitkurse zuvorzukommen. Als der Dollar sich abzuschwächen begonnen hatte, sei vorherzusehen gewesen, dass der Markt mit einer Neufestsetzung der seit März 1983 unverändert belassenen

Paritäten rechnete. Schliesslich musste dann die Banca d'Italia das Ergebnis der Verhandlungen in dem Sinne akzeptieren, dass allein die Lira abgewertet wurde. Hätte man sich damals auf eine allgemeine Leitkursneueordnung verständigt, sähe die Lage im EWS jetzt sicherlich günstiger aus.

Die Banca d'Italia stemmt sich nunmehr seit September gegen den Druck auf dem Devisenmarkt in der Ueberzeugung, dass seit der Aktion vom Juli das Kursniveau der Lira im EWS richtig sei. Um die Entschlossenheit Italiens, seinen Verpflichtungen im EWS nachzukommen, unter Beweis zu stellen, habe die Zentralbank einen Teil ihrer ECU-Guthaben mobilisiert.

Die jüngsten Voraussagen liessen für 1986 günstigere Perspektiven für die italienische Wirtschaft erkennen: Der Preisanstieg schwäche sich wieder ab, und die Leistungsbilanz sollte einen Ueberschuss aufweisen. In der Leistungsbilanz sei bereits seit Mitte des Jahres eine deutliche Verbesserung eingetreten, so dass sich für 1985 der Fehlbetrag auf etwa 1% des BSP statt die einige Monate zuvor vorhergesagten 2% belaufen werde. Die Prognosen für 1986 gehen von einem Ueberschuss von etwa US-\$ 3 Mrd. aus.

Nach den letzten Veränderungen bei der Relation des Dollars zur D-Mark und zum Yen erscheine eine Konsolidierung der Position der amerikanischen Währung wünschenswert. In der Zeit vom 22. September 1985 bis Anfang Januar 1986 wertete sich die D-Mark um 10%, der Yen um 14% und die Währungen der EG im Durchschnitt um 7% gegenüber dem Dollar auf. Bei einem Vergleich mit Ende Februar 1985 ergebe sich eine Aufwertung um 40% für die D-Mark, um 38% für die EG-Währungen und um 30% für den Yen. Die realen Wechselkurse zeigten eine ähnliche Entwicklung. Als Ergebnis der rückläufigen Inflation in Europa und der Perspektiven eines weiteren Rückgangs seien die aktuellen Realzinsen zu hoch.

Diese Ueberlegungen leiteten zu der Frage hin, ob jene Länder, denen es am besten gelungen ist, nicht nur die Inflation in den Griff zu bekommen, sondern auch ihre aussenwirtschaftliche Position zu stärken, nicht besser auf einen Rückgang ihrer Zinsen hinwirken sollten.

Man müsse sich den Realitäten stellen, dass es Kapitalbewegungen gebe (und die Kursentwicklung des Dollars in den letzten Jahren bestätige dies), die die Wechselkurse auf ein Niveau drücken können, das sich weit von den ökonomischen Realitäten entferne. Es handle sich hier um ein Problem, mit dem man sich im EWS im Interesse aller Partnerländer beschäftigen müsse.

Herr Godeaux kommt auf die bereits von den Stellvertretern geäußerte Feststellung zu sprechen, dass nämlich eine Änderung der Wechselkursrelationen im EWS nicht die geeignete Reaktion auf die durch die Dollarabschwächung verursachten allgemeineren Probleme ist. Die Spannung, die im EWS spürbar war und insbesondere den belgischen Franc in Mitleidenschaft zog, sei ziemlich paradox, denn wenn man einige Jahre zurückschaut, so zeige sich, dass die objektiven Verhältnisse in Belgien vielfach schon lange nicht mehr so günstig gewesen seien. So sei der Minussaldo der Bilanz der laufenden Posten, der sich - auf Kassenbasis - 1981 auf -bfr 200 Mrd. belaufen habe, 1984 auf -bfr 3 Mrd. zurückgeführt worden, und 1985 habe er einem Ueberschuss von rund bfr 30 Mrd. Platz gemacht. Auf Basis der Transaktionen sollte die Leistungsbilanz der Belgisch-Luxemburgischen Wirtschaftsunion für 1985 einen Ueberschuss von bfr 30-40 Mrd. aufweisen. Die Inflation habe nach der Abwertung des belgischen Franc im Jahre 1982 in Belgien eine höhere Rate erreicht als in anderen EG-Ländern, doch habe sie sich seitdem deutlich verringert, nämlich auf + 6,3% im Jahre 1984, und + 4,9% im Jahre 1985, und für 1986 dürfe sie, ausgehend von der Rate in den letzten Monaten des abgelaufenen Jahres, unter 3% liegen. Desgleichen habe sich die Disparität der belgischen Verbraucherpreise gegenüber jenen in den acht bedeutendsten industriellen Handelspartnern von 3,3 Prozentpunkten im Jahre 1983 auf 1,9 im Jahre 1984 und 1,1 im Jahre 1985 reduziert.

Somit dürfte feststehen, dass die Ursachen der Spannungen psychologischer Natur seien und mit Vertrauen zu tun hätten - in Erwartung eines Realignment, das einige als unmittelbar bevorstehend ansahen. Die belgische Regierung sei nicht im mindesten bereit, aufgrund von Ueberlegungen des Marktes sich das Heft aus der Hand nehmen zu lassen; sie beobachte allerdings sorgfältig die Umstände, die als Ursache für eine gewisse Unruhe in Frage kommen. Es handle sich hierbei um die Klagen der Industrie, die um ihre Wettbewerbsfähigkeit bangt, und um die sehr schwerwiegenden Probleme im Zusammenhang mit dem Defizit der öffentlichen Finanzen. Die Regierung, deren Bildung - für das Ausland überraschend - sehr viel Zeit beanspruchte, werde das Parlament um Sondervollmachten ersuchen, die es ihr ermöglichen sollen, ein Aktionsprogramm aufzustellen und zu verwirklichen, mit dem das öffentliche Defizit reduziert werden kann. Die gegenwärtige niedrige Alarmstufe habe den Vorteil, dass die

Regierung auf die Notwendigkeit aufmerksam gemacht werde, hier schnell zu handeln, was für die ausländischen Devisenakteure von Bedeutung sei, die, folgt man der Statistik des Institut du Change, die einzigen zu sein scheinen, die auf eine Baisse des belgischen Franc spekulieren, während die Inländer bis jetzt ihr Vertrauen auf einen stabilen effektiven Wechselkurs des belgischen Franc bewahrt haben.

Herr Camdessus kommt ebenfalls auf die Problematik der öffentlichen Meinung zu sprechen und auf deren Einfluss auf die Devisenmärkte. Was Frankreich betreffe, so dürfe man sich nicht darauf beschränken, den Wechselkurs am Inflationsgefälle zu messen; dieses Gefälle, das 1985 4,7% betragen habe, flache sich zudem sehr rasch ab und dürfte 1986 unter 3% liegen; im übrigen sei die Zahlungsbilanz Frankreichs gegenwärtig ausgeglichen und werde im laufenden Jahr wahrscheinlich einen Ueberschuss aufweisen. Wenn es Spekulationen über ein Realignment gebe, so beruhten sie zum grossen Teil auf psychologischen Faktoren, die durch alle möglichen Arten von Erklärungen entstanden seien, mit denen entweder über die französischen Wahlen oder über die Unvollständigkeit der letzten Leitkursanpassung spekuliert wurde.

Man könne über den zuletzt genannten Punkt lange diskutieren, doch bleibe festzuhalten, dass die Banque de France, wäre das Realignment vom Juli 1985 tatsächlich äusserst unvollständig gewesen, dies im zweiten Halbjahr hätte spüren müssen. Sie habe aber in diesem Zeitraum keine Reservenverluste erlitten, obwohl die französischen Zinssätze praktisch als einzige in Europa rückläufig waren. Die gute Verfassung des Franc sei demnach nicht das Ergebnis einer künstlichen Stützung gewesen, und wenn die französische Volkswirtschaft auch das gegenwärtige Wechselkursniveau als leichten Zwang verspüre, so trage dies doch gleichzeitig zu zusätzlichen Produktivitätsgewinnen bei. Um herauszufinden, ob das allgemeine Gleichgewicht im EWS eine andere Haltung gerechtfertigt hätte, müsse man die Gesamtheit der tragenden Elemente des Systems in die Ueberlegungen einbeziehen, also nicht nur die Wechselkurse, sondern auch die Zinssätze und viele andere Variablen.

Herr Ó Cofaigh führt aus, dass das irische Pfund seit dem letzten Oktober einem Abwertungsdruck ausgesetzt war, der sich Anfang Dezember verstärkte und Anfang Januar dann wieder leicht nachliess. Für diese Entwicklung gebe es drei Ursachen. Einmal habe sich der mehrere

Monate andauernde Kursanstieg des irischen Pfundes gegenüber dem Dollar jetzt mehr oder weniger umgekehrt. Zweitens seien die Kursgewinne des irischen Pfundes gegenüber dem Pfund Sterling sehr gross ausgefallen - eine Entwicklung, die stets Rückwirkungen habe, da diese Wechselkursrelation den wichtigsten Handelspartner Irlands betreffe. Als letztes hat es wie in anderen Ländern so auch in Irland hartnäckige Gerüchte über eine Neuordnung der Leitkurse im EWS gegeben. Seit Ende September 1985 habe die Central Bank of Ireland Devisen im Gegenwert von \$ 1,1 Mrd. verkaufen müssen, 60% davon seit Anfang Dezember. Im übrigen hätten die Währungsbehörden einen Anstieg der Marktzinsen um 2,5 Prozentpunkte zugelassen. Als Fazit lasse sich sagen, dass der gegenwärtige Abwertungsdruck auf das irische Pfund nicht mit der Entwicklung der am Wechselkursmechanismus des EWS teilnehmenden Währungen zusammenhänge, sondern vielmehr mit jener der ausserhalb dieses Mechanismus stehenden Währungen.

Unter Bezugnahme auf die von Herrn Ó Cofaigh geäusserten Hoffnungen betreffend Regierungserklärungen, die die Märkte beruhigen könnten, verweist der Vorsitzende darauf, dass die britischen Behörden sich nach wie vor vorbehalten, das Pfund Sterling zum geeigneten Zeitpunkt am Wechselkursmechanismus teilnehmen zu lassen.

Was die Situation in Grossbritannien angehe, so hätte der Druck auf die Interbanksätze zu einer Anhebung des Basiszinses geführt; letzterer sei auch angesichts der raschen Ausweitung der Geldmenge und des Kreditvolumens und vor allem in Anbetracht der beunruhigenden Perspektiven für das Pfund Sterling im Zusammenhang mit dem Rückgang der Oelpreise als zu niedrig angesehen worden. Die diesbezügliche Besorgnis habe sich nicht gelegt, und ausserdem hätten auch noch einige politische Ereignisse eine Rolle gespielt. Der Interbanksatz für Dreimonatsgeld sei am 14. Januar erneut angestiegen, doch beabsichtigten die Behörden, die Leitzinsen nun auf dem gegenwärtigen Niveau zu belassen, in der Hoffnung, dass sich die politisch bedingte Nervosität in den nächsten Tagen legen werde. Gleichwohl bleibe als Tatsache bestehen, dass der Wechselkurs des englischen Pfundes und seine Zinssätze in grossem Masse durch den Erdölpreis und die diesbezügliche Ungewissheit beeinflusst werden.

Der Vorsitzende erklärt abschliessend, dass die Diskussion des Ausschusses insbesondere für jene Notenbankgouverneure nützlich gewesen sei, die am nächsten Treffen der Fünfergruppe teilnehmen; der die Wechsel-

kurse betreffende Fragenkomplex sollte im Februar im Rahmen des im Arbeitsprogramm für 1986 vorgesehenen Gedankenaustausches über die Dollarkursentwicklung und deren Auswirkungen auf das EWS wiederaufgenommen werden.

### III. Gedankenaustausch über das Arbeitsprogramm des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten für 1986

Der Vorsitzende erinnert die Präsidenten daran, dass sie eine Tabelle oder Uebersicht (s. Beilage) mit den Themen für Studien und Arbeit des Ausschusses im Jahre 1986 erhalten und die Stellvertreter diese Themen schon besprochen haben.

Herr Loehnis erklärt, die Stellvertreter hätten die Uebersicht über das Arbeitsprogramm des Ausschusses für 1986 in der Tat geprüft. Man sei sich einig gewesen, dass die periodische Untersuchung der Entwicklung des Dollars und ihres Einflusses auf das EWS, die 1983 und 1984 ein wenig in Vergessenheit geraten sei, wie 1985 wieder vorgenommen werde; es wird vorgeschlagen, dies im kommenden Februar aufgrund der von Herrn Bockelmann vorbereiteten Betrachtungen zu tun.

Was das im April 1985 vom informellen Rat der Wirtschafts- und Finanzminister in Palermo erteilte Mandat zur Untersuchung der langfristigen Perspektiven des EWS und der ECU betrifft, sind die Stellvertreter der Ansicht, dass den Finanzministern beispielsweise im September ein Bericht über die beiden schon festgelegten Hauptthemen, nämlich die Verwendung der privaten ECU und die Verwendung der ECU als Reserveaktivum vorgelegt werden könnte. Für das erste dieser Themen wäre nur eine Art Synthese der Berichte Nr. 55 der Dalgaard-Gruppe und Nr. 27 der Raymond-Gruppe (das Kapitel über die monetären Folgen der Interventionen in EWS-Währungen und ECU) erforderlich, was nicht zuviel Zeit der Notenbankgouverneure beanspruchen würde, da die Erörterungen schon ziemlich weit fortgeschritten seien. Die zweite Frage - die Verwendung der ECU als Reserveaktivum - müsste Gegenstand einer neuen Debatte sein, die in der März Sitzung auf der Grundlage einer Ausarbeitung begonnen werden könnte, welche die Bank of England vorbereiten würde, und zwar in Anlehnung an die Ausarbeitungen vom 26. April und 23. August 1985, die von Herrn Szász in seiner Eigenschaft als Vorsitzender des Ausschusses der Stellver-

treter vorgelegt worden waren. Dieser Punkt werde wahrscheinlich während zwei oder drei Sitzungen behandelt werden müssen.

Die halbjährliche Prüfung der Geldpolitik wird wie gewohnt im Mai und Dezember auf der Grundlage der von der Gruppe Raymond vorbereiteten Berichte erfolgen. Ausserdem schlagen die Stellvertreter vor, wobei sie dem Wunsch, diese Gruppe nicht mit Sonderthemen zu überlasten, durchaus Rechnung tragen, dass die Experten im Rahmen des Berichts für Mai die Entwicklung des geldpolitischen Instrumentariums einschliesslich der derzeitigen Praxis auf dem Gebiet der geldpolitischen Zwischenziele untersuchen und dabei den Auswirkungen auf das Funktionieren des EWS besondere Aufmerksamkeit widmen.

Es wurde gesagt, dass das im Mandat von Palermo eingeschlossene Thema der "Konvergenz" nicht speziell behandelt wurde. Der Vorsitzende Duisenberg hat es allerdings in seinem mündlichen Bericht an die Minister vom September hervorgehoben, und natürlich muss dieses Thema im Bericht, den der Ausschuss den Ministern im kommenden Herbst vorlegt, herausgestellt werden. Ueberdies könnte sich die Gruppe Raymond im Zusammenhang mit dem halbjährlichen Bericht vom Dezember darüber Gedanken machen.

Die Stellvertreter schlagen ferner vor:

- dass die Gruppe Raymond für Juli erneut ein Memorandum über die Entwicklung und die Finanzierung der öffentlichen Ausgaben vorbereitet;
- dass die Gruppe Dalgaard, wie im vergangenen Dezember vereinbart, für November einen Bericht über die weitere Entwicklung der privaten ECU vorbereitet.

Es gibt noch einige andere, fast rituell anmutende Fragen, wie die Möglichkeit, sich im April vor dem Zusammentreten des Interimsausschusses und im September vor der Jahresversammlung von IWF und Weltbank zu besprechen. Schliesslich hoffen die Stellvertreter, im Frühjahr eine endgültige Entscheidung über die Verbesserung des Konzertationstelefonnetzes vorlegen zu können.

Herr Duisenberg weist darauf hin, dass Herr Ruding, der niederländische Finanzminister, seine Kollegen und die Zentralbankpräsidenten zu einer informellen Zusammenkunft einladen wird, die am Freitagabend, dem 4. April 1986, beginnen und am Samstag und Sonntag weitergehen soll.

Wahrscheinlich werden auf diesem Treffen die Themen der Tagesordnung des Interimsausschusses angeschnitten; wenn die Zentralbankpräsidenten diese vorher untereinander diskutieren wollen, müssten sie dies daher in ihrer März-sitzung tun.

Herr Duisenberg fügt hinzu, dass er ein Sonderflugzeug eingeplant habe, mit dem am Sonntagabend, dem 6. April, die Reise nach Basel unternommen werden kann.

Der Vorsitzende dankt Herrn Duisenberg für das Angebot betreffend den Flug von den Niederlanden nach Basel; er weist darauf hin, dass man, da die Sitzung des Interimsausschusses am Mittwoch, den 9. April in Washington stattfindet, Basel früh am Dienstag verlassen müsse.

Herr Camdessus schlägt vor, dass die Präsidenten, die während des ganzen Wochenendes und noch am Montag in Basel zusammen seien, sich für einmal die Ausschusssitzung am Dienstag, dem 8. April, schenken. In diesem Fall könnte man BIZ-Präsident Godeaux bitten, die Sitzung des Verwaltungsrats der BIZ am Montagnachmittag abzuhalten, um so den Zentralbankpräsidenten eine bequemere Rückreise in ihre Hauptstädte und Reise nach Washington zu ermöglichen.

Herr Godeaux ruft in Erinnerung, dass die BIZ eine Institution mit langjährigen unveränderten Traditionen ist; er sei jedoch überzeugt, dass es möglich sein wird, die Verwaltungsratssitzung am späten Nachmittag des Montags, 7. April abzuhalten.

Der Vorsitzende erklärt, dass die Organisation der Aprilsitzungen in den nächsten Wochen unter Berücksichtigung der gemachten Vorschläge geregelt werden sollte.

#### IV. Weitere Fragen innerhalb der Zuständigkeit des Ausschusses

##### - Internationaler Zinnrat

Der Vorsitzende erklärt, die Mitglieder dieses Rates seien sich noch immer nicht über ein Vorgehen einig geworden. Einige Zentralbankpräsidenten seien nicht direkt betroffen, da ihr Land nicht am Internationalen Zinnrat beteiligt sei. Da es aber sehr wichtig sei, eine Lösung für dieses Problem zu finden, könnten sich die anderen Notenbankpräsidenten

bemühen, ihre Regierungen von der Notwendigkeit einer Ueberprüfung ihres Standpunkts zu überzeugen. Es handle sich nämlich um das generellere Problem der Einhaltung von Verträgen und internationalen Verpflichtungen. Man müsse unbedingt vermeiden, dass Verpflichtungen nicht nachgekommen werde, die in gehöriger Form eingegangen worden seien; eine solche Nichteinhaltung würde insbesondere auch einen sehr bedauerlichen und gefährlichen Präzedenzfall für die Länder der Dritten Welt schaffen.

- Neuausgabe der Textsammlung zum EWS

Der Vorsitzende erinnert daran, dass die Neuausgabe im Juli 1985 im Grundsatz gebilligt wurde, dass sich aber die Veröffentlichung verzögerte, da der Rat der Europäischen Gemeinschaften die Verordnung über die Sonstigen Halter von ECU mit Verspätung verabschiedete. Die Textsammlung werde vor der Sitzung des Ausschusses im Februar bereit sein, und die Verzögerung sei genutzt worden, um in der Neuausgabe den Beitritt Spaniens und Portugals zu den innergemeinschaftlichen Kreditmechanismen zu berücksichtigen.

V. Zeit und Ort der nächsten Sitzung

Die nächste Sitzung findet am Dienstag, den 11. Februar 1986 um 10 Uhr in Basel statt.

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

---

JANUAR 1986

---

Der vorliegende Bericht gibt einen Ueberblick über die Entwicklung auf den Devisenmärkten der Länder der an der Konzertation beteiligten Zentralbanken\* und über deren Interventionen im Januar und während der ersten Februartage 1986. Infolge des Beitritts Spaniens und Portugals zu den Europäischen Gemeinschaften werden zum ersten Mal auch Entwicklungen bezüglich der spanischen Peseta und des portugiesischen Escudos behandelt.

I. ENTWICKLUNG DER WECHSELKURSE

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

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

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

---

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## II. INTERVENTIONEN

### A. Interventionen in US-Dollar

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

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

#### B. Interventionen in Gemeinschaftswährungen

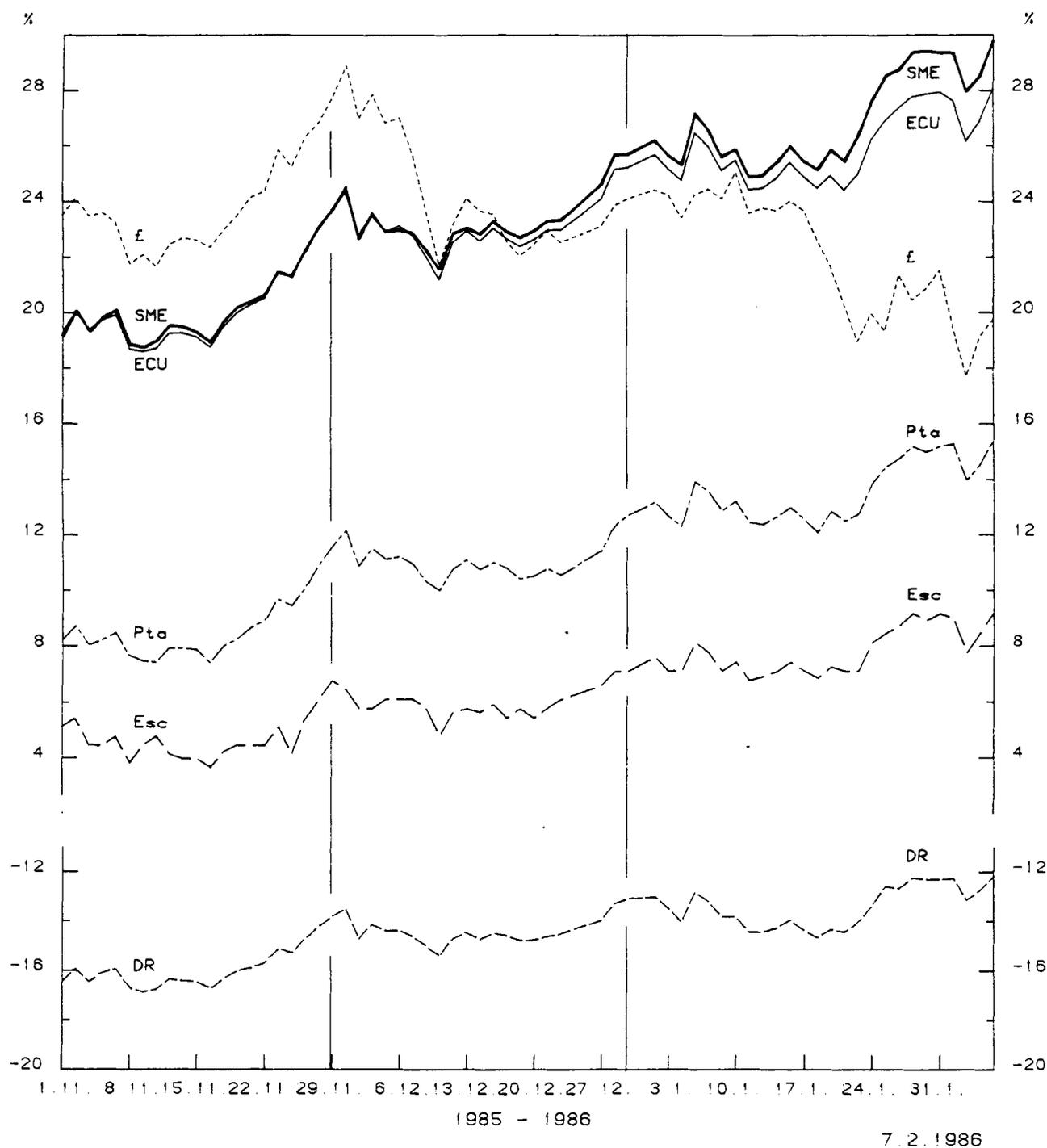
Die Bruttointerventionen in Gemeinschaftswährungen und ECU beliefen sich insgesamt auf den Gegenwert von US-\$ 4,9 Mrd. und bestanden hauptsächlich aus intramarginalen DM-Verkäufen der Banque de France, der Banca d'Italia und der Banque Nationale de Belgique.

### III. DIE ERSTEN FEBRUARTAGE

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

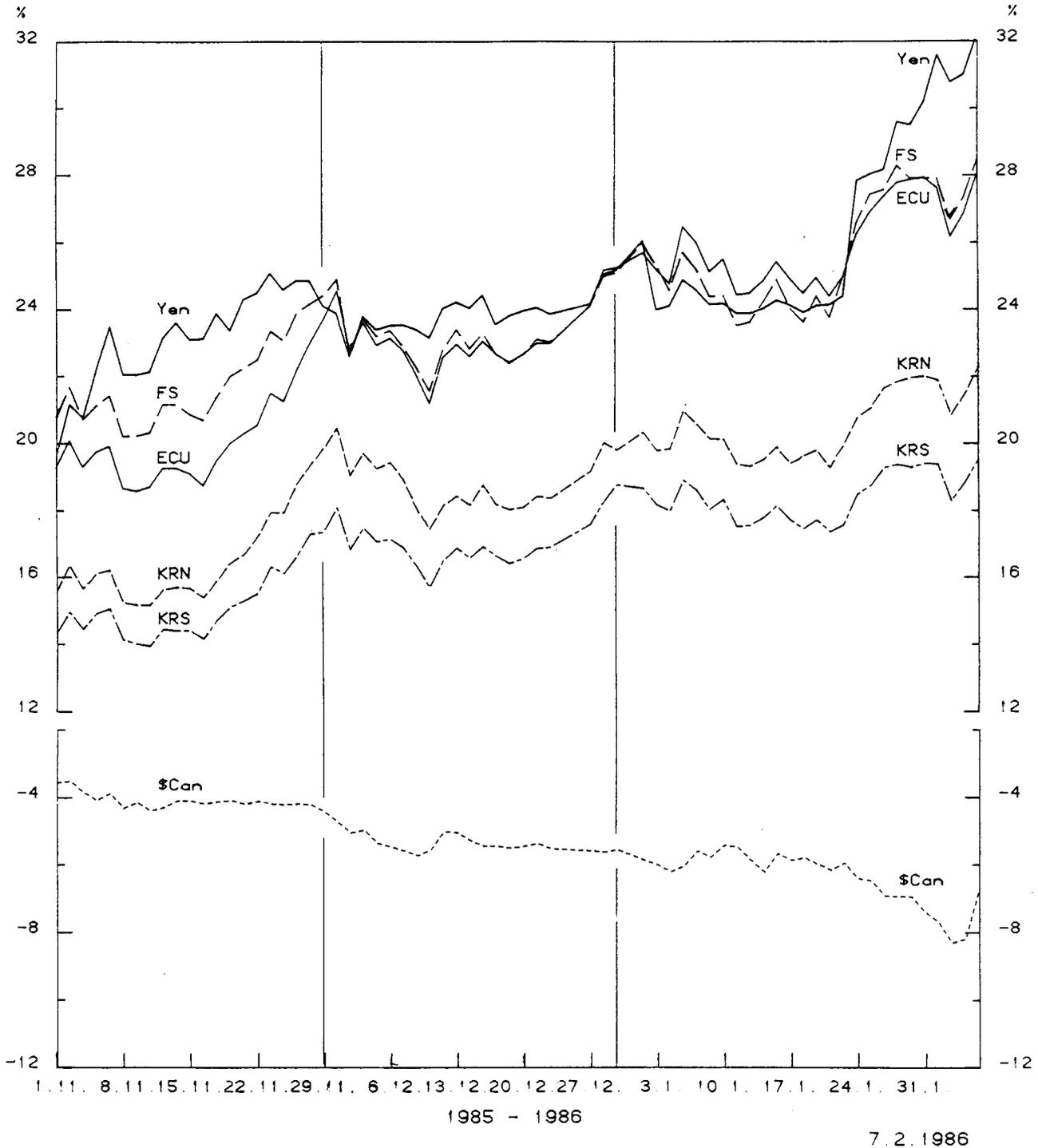
Im EWS entspannte sich die Lage etwas. Das englische Pfund, das sich zunächst weiter abgeschwächt hatte, erholte sich wieder und notierte im Vergleich der Wochenendstände gegenüber den EWS-Währungen praktisch unverändert. Auch der kanadische Dollar geriet zum Wochenbeginn erneut unter Druck. Er konnte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

EVOLUTION DE L'ECU, DU COURS MEDIAN DES MONNAIES PARTICIPANT AU  
MECANISME DE CHANGE DU SME ET DES MONNAIES DES BANQUES CENTRALES DE LA  
CEE NE PARTICIPANT PAS A CE MECANISME, SUR LA BASE DES COURS RELEVES  
LE 31 DECEMBRE 1984 VIS-A-VIS DU \$EU \*



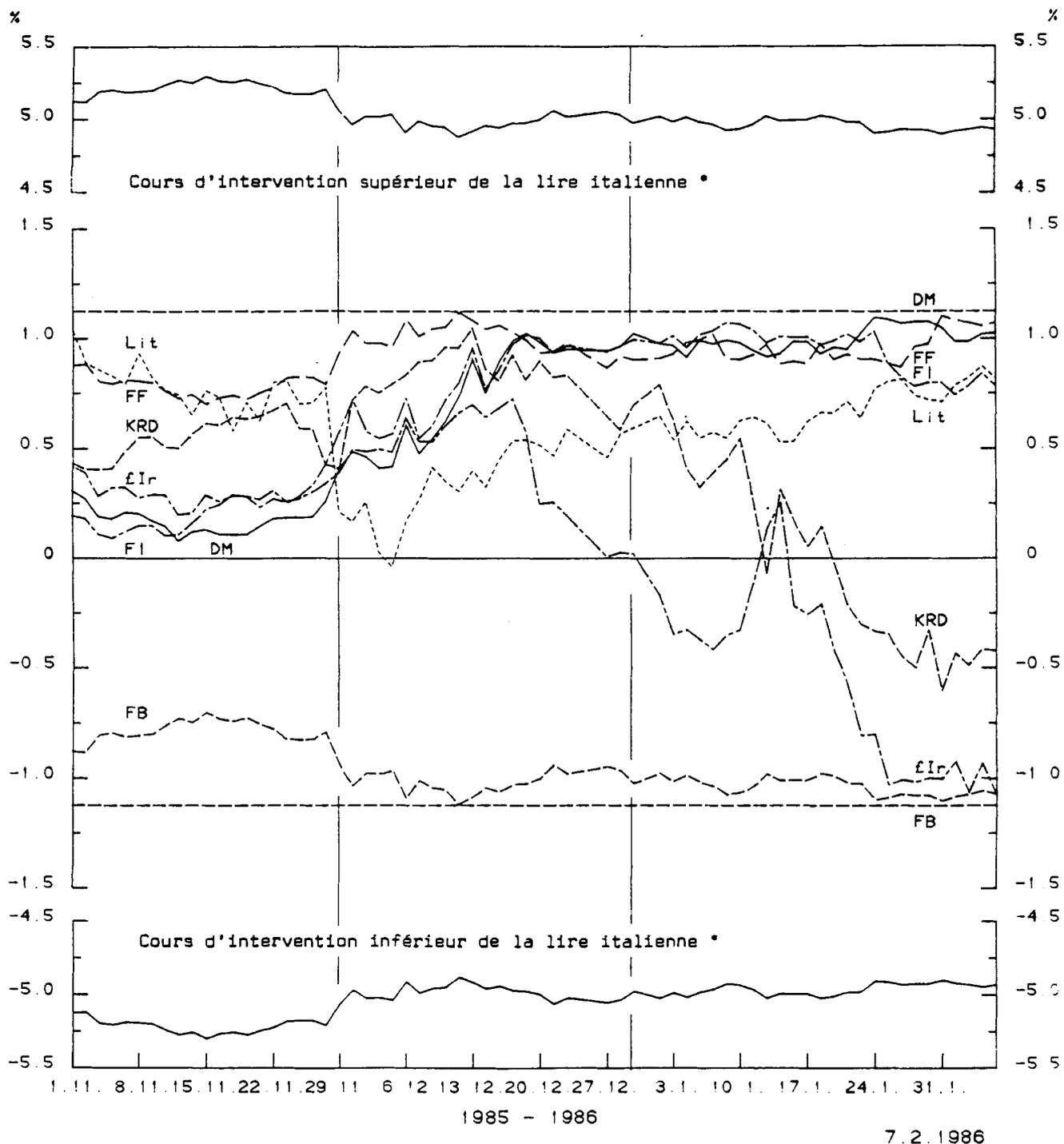
\* Voir page suivante.

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



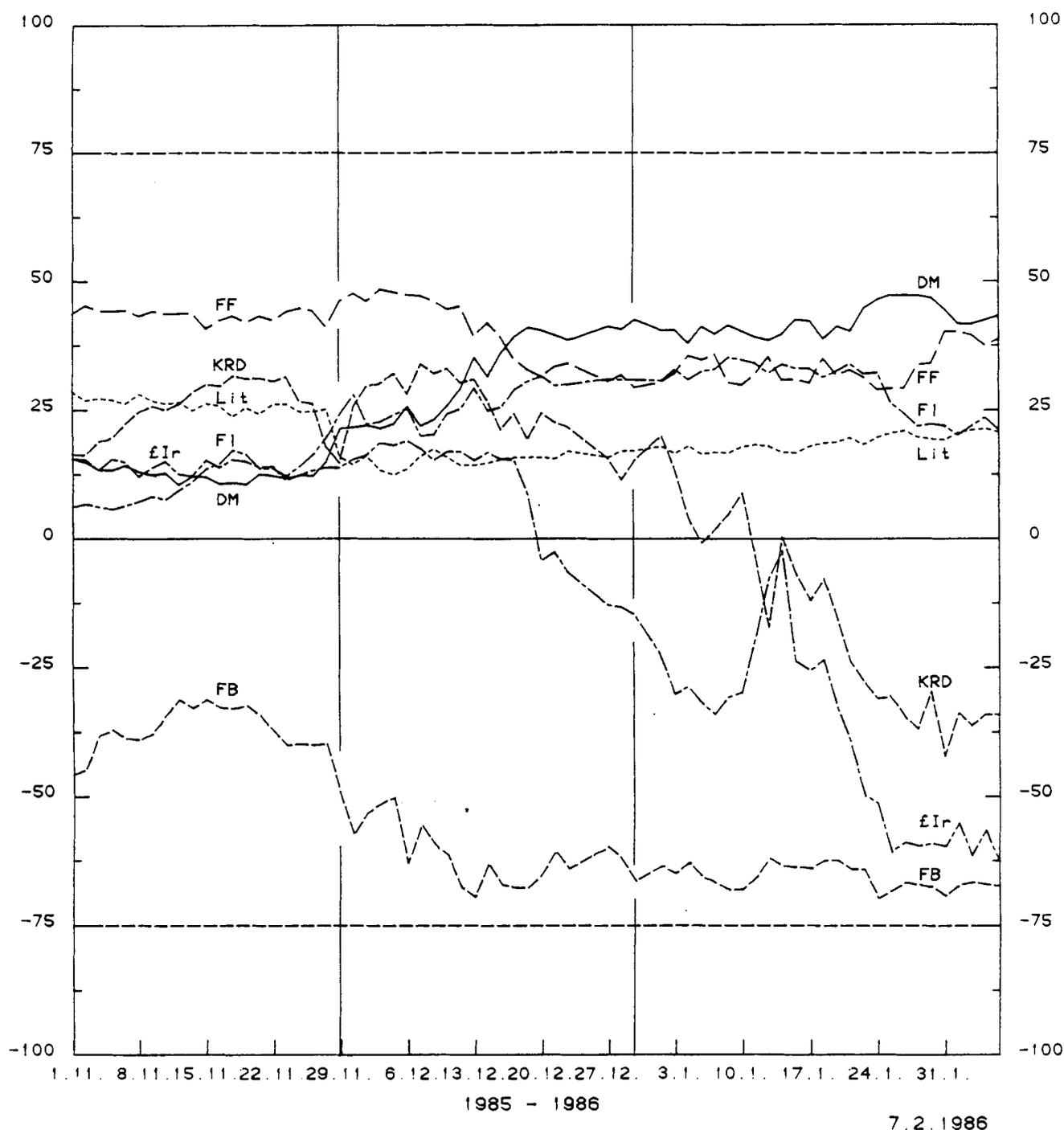
\* ECU 0,708946; £ 0,8602; DR 128,4199; PTA 173,2995; ESC 169,7506;  
\$Can 1,32; FS 2,593; Yen 251,1503; KRS 8,985; KRN 9,0875; cours  
médian des monnaies participant au SME 0,71678. Le cours médian  
des monnaies participant au SME représente la moyenne journalière  
des cours des deux monnaies à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

MOUVEMENTS A L'INTERIEUR DE LA GRILLE DE PARITES DU SME CALCULES SUR LA BASE DES COURS DE L'ECU DANS LES DIFFERENTES MONNAIES PARTICIPANTES



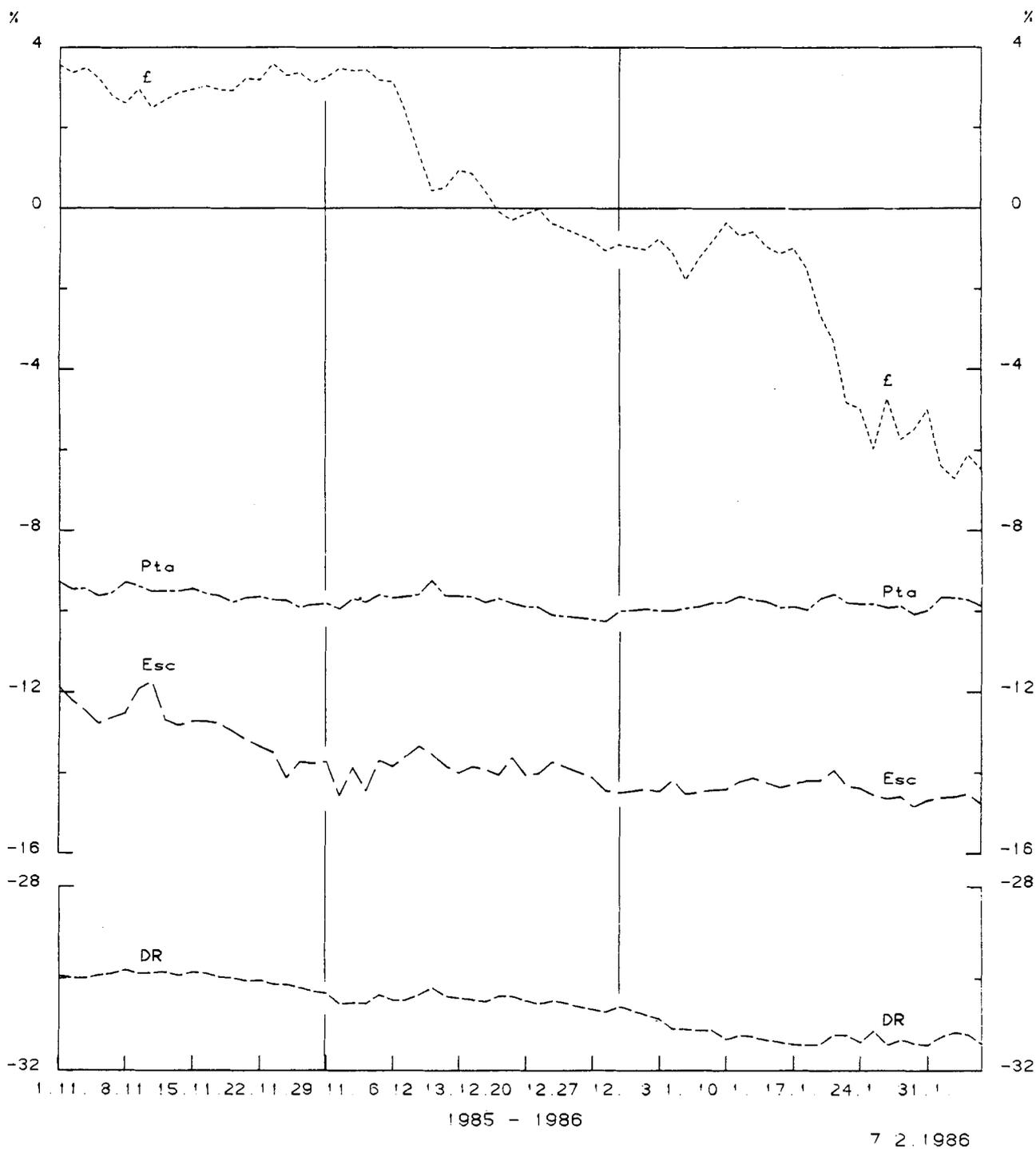
\* Les cours d'interventions supérieur et inférieur de la lire italienne représentent l'écart maximal théorique par rapport à la monnaie la plus faible respectivement la plus forte dans la bande de fluctuation étroite de  $\pm 2,25\%$ .

## EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE •



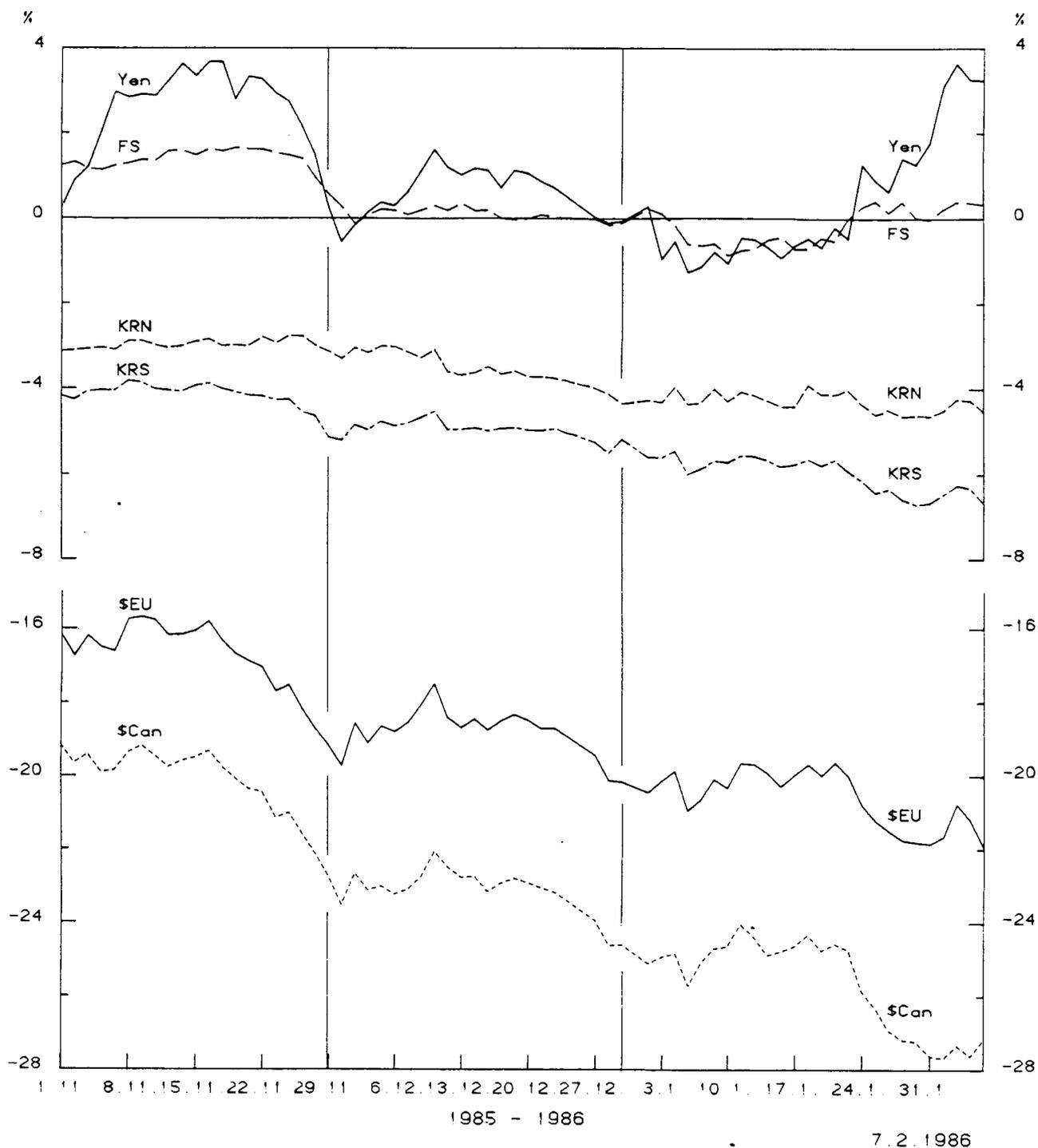
• L'indicateur de divergence a pour but de mesurer, sur une base comparable pour toutes les monnaies participant au mécanisme de change européen, la position d'une monnaie vis-à-vis de son cours-pivot ECU. L'écart maximal de divergence est le pourcentage maximal par lequel le cours de marché de l'ECU dans chaque monnaie peut s'apprécier ou se déprécier par rapport à son cours-pivot ECU; il est exprimé par  $\pm 100$ , le seuil de divergence étant  $\pm 75$ . Les données qui ont servi de base à l'établissement de ce graphique sont les cours de l'ECU exprimés en termes de diverses monnaies, cours qui sont toutefois corrigés des effets des fluctuations de la lire italienne et de la livre sterling au-delà de la marge de 2,25% vis-à-vis des autres monnaies participant au SME.

EVOLUTION DE LA LIVRE STERLING, DE LA DRACHME, DE LA PESETA ET DE L'ESCUDD PAR RAPPORT A L'ECU SUR LA BASE DES COURS DU MARCHE RELEVES LE 31 DECEMBRE 1984 \*



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

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



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