

Vertraulich

Uebersetzung

PROTOKOLL* DER 150. SITZUNG DES
AUSSCHUSSES DER PRAESIDENTEN DER ZENTRALBANKEN
DER MITGLIEDSTAATEN DER EUROPÄISCHEN WIRTSCHAFTSGEMEINSCHAFT
BASEL, DIENSTAG, 9. DEZEMBER 1980, 10 UHR

Anwesend sind: der Gouverneur der Danmarks Nationalbank und Ausschussvorsitzende, Herr Hoffmeyer, begleitet von den Herren Mikkelsen und Dalgaard; der Gouverneur der Banque Nationale de Belgique, Herr de Strycker, begleitet von Herrn Janson; der Präsident der Deutschen Bundesbank, Herr Pöhl, begleitet von den Herren Gleske, Rieke und von Rosen; der Gouverneur der Banque de France, Herr de la Genière, begleitet von den Herren Lefort und Waitzenegger; der Generaldirektor der Central Bank of Ireland, Herr Breen, begleitet von Herrn Reynolds; der Gouverneur der Banca d'Italia, Herr Ciampi, begleitet von den Herren Sarcinelli und Magnifico; der Präsident der Nederlandsche Bank, Herr Zijlstra, begleitet von den Herren Szász, de Boer und Brockmeijer; der Gouverneur der Bank of England, Herr Richardson, begleitet von den Herren Loehnis und Balfour; zugegen sind ferner der Vizepräsident der Kommission der Europäischen Gemeinschaften, Herr Ortoli, begleitet von den Herren Boyer de la Giroday und Kees; der Kommissar für die Bankenaufsicht des Grossherzogtums Luxemburg, Herr Jaans; der Gouverneur der Bank von Griechenland, Herr Zolotas, begleitet von den Herren Chalikias und Papaefstratiou, als Beobachter; zugegen sind ausserdem die Vorsitzenden der Expertengruppen, Herr Heyvaert und Herr Bastiaanse. Ebenfalls anwesend sind der Generalsekretär des Ausschusses, Herr Schleiminger, und sein Beigeordneter, Herr Bascoul, sowie die Herren Scheller und Mortby und die Herren Lamfalussy und Dagassan.

* Endgültige, in der Sitzung vom 13. Januar 1981 gebilligte Fassung, die gegenüber dem Entwurf nur einige Aenderungen redaktioneller Art aufweist.

I. BILLIGUNG DES PROTOKOLLS DER 149. SITZUNG

Der Ausschuss billigt einstimmig das Protokoll der 149. Sitzung vom 11. November 1980 vorbehaltlich einiger Aenderungen redaktioneller Art, die im endgültigen Text berücksichtigt werden.

II. ENTWICKLUNG DER DEWISENMÄRKTE DER AN DER KONZERTATION BETEILIGTEN LÄNDER IM NOVEMBER UND IN DEN ERSTEN DEZEMBERTAGEN 1980; VORLAGE DES BERICHTS AN DIE FINANZMINISTER DER EWG-LÄNDER UND VERABSCHIEDUNG DIESES BERICHTS DURCH DEN AUSSCHUSS; ÜBERPRÜFUNG DES FUNKTIONIERENS DER INNERGEMEINSCHAFTLICHEN KONZERTATION

Herr Heyvaert fasst kurz die wesentlichen Punkte des dem Protokoll beigefügten Berichts zusammen und kommentiert sie.

Der Vorsitzende dankt Herrn Heyvaert für seine Ausführungen und stellt die Annahme des Berichts an die Finanzminister der EWG durch den Ausschuss fest.

III. ÜBERPRÜFUNG DER GEGENWÄRTIGEN GELDPOLITIK DER EWG-MITGLIEDSLÄNDER UND DEREN KOORDINIERUNG AUF DER GRUNDLAGE DES BERICHTS NR. 17 DER EXPERTENGRUPPE UNTER DEM VORSITZ VON HERRN BASTIAANSE SOWIE DER FOLGEN MONATLICHER STATISTIKEN

A. Referat von Herrn Bastiaanse

Herr Bastiaanse weist darauf hin, dass der Bericht Nr. 17 insbesondere die geldpolitischen Entwicklungen nach der Abfassung des letzten Berichts (Nr. 16) im April 1980 behandelt. Das erste Kapitel enthält einen Überblick über die geldpolitischen Entwicklungen im Jahr 1980 und hebt hervor, dass in den meisten Mitgliedsländern die Behörden bei der Verwirklichung der geld- oder kreditpolitischen Ziele bzw. der massgeblichen Voranschläge erfolgreicher gewesen sind als 1979. Das zweite Kapitel analysiert die Ausrichtung der Geldpolitik im Jahr 1980 und erwähnt die möglichen Probleme, mit denen die Währungsbehörden im Jahr 1981 konfrontiert werden können. Im dritten Kapitel wird untersucht, in welchem Masse

die Geldpolitik zum reibungslosen Funktionieren des Europäischen Währungssystems beigetragen hat, und auf die Notwendigkeit hingewiesen, die Konvergenz im Rahmen der Gemeinschaft zu verbessern. Als Anlage beigefügt ist eine Note über die offizielle Kreditaufnahme im Ausland, die von der Expertengruppe auf Ersuchen des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten erarbeitet wurde.

Der Bericht enthält einige geringfügige Neuerungen. Die Anmerkungen über die Entwicklungen in jedem Land, die gewöhnlich dem Hauptbericht als Anlage beigefügt waren, entfallen und sind durch Grafiken ersetzt worden, in denen die Entwicklung der Zinssätze und der Wechselkurse in den Mitgliedsländern dargestellt ist. Die Expertengruppe hat ausserdem bestimmte Untersuchungen über die realen Zinssätze vorgenommen, und einige Schlussfolgerungen basieren auf den Ergebnissen dieser Untersuchungen. Allerdings sind für die Vorausberechnung realer Zinssätze zuverlässige Vorausschätzungen der Preiserwartungen an den Märkten unabdingbar. Einige Experten haben auf die in Italien mit quantitativen Untersuchungen gemachten Erfahrungen hingewiesen und halten es für angezeigt, die Bemühungen um die Entwicklung und Verbesserung geeigneter Methoden auf diesem Gebiet zu verstärken.

Im Dokument "Hauptpunkte des Berichts Nr. 17", das dem Bericht vorangestellt ist, werden drei Punkte erörtert.

Der erste betrifft die offizielle Kreditaufnahme im Ausland; dieses Thema wurde bereits in der Sitzung des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten im Mai 1980 erörtert. Ueber den Umfang dieser Operationen in den ersten neun Monaten dieses Jahres gibt Tabelle F Auskunft. Die Inanspruchnahme dieses Finanzierungsinstruments ist, gemessen in Prozent des nominalen Bruttosozialprodukts, ziemlich hoch in Belgien (3,7%), in Dänemark (1,4%) und in Irland (4,7%), während in anderen Ländern der Umfang dieser Operationen unterhalb von 1% des Bruttosozialproduktes geblieben ist oder sogar ein negatives Vorzeichen aufweist, wie z.B. in Grossbritannien. Unter diesen Umständen stellt sich die kumulative Ziffer für die EWG seit Anfang dieses Jahres auf nur rund 1/2% des Bruttosozialproduktes bzw. ein Drittel des Leistungsbilanzdefizits. Es wäre besser, die offizielle Kreditaufnahme der Grundbilanz (anstelle der Leistungsbilanz) gegenüberzustellen, aber ein solcher Vergleich stösst insofern auf Schwierigkeiten, als in einigen Ländern die Grundbilanz sich nicht erstellen lässt.

Das Dokument "Hauptpunkte" weist darauf hin, dass "unter den gegenwärtigen Verhältnissen eine offizielle Kreditaufnahme im Ausland nicht unbedingt im Widerspruch zu den - vorwiegend binnenwirtschaftlichen - Massnahmen einer allmählichen Anpassung der Leistungsbilanz steht", dass aber die Risiken, die auf längere Sicht durch eine offizielle Kreditaufnahme im Ausland gegeben sind, auf der Hand liegen. Geht man von der Hypothese aus, dass die Ueberschüsse der OPEC-Länder in den kommenden Jahren fortbestehen werden, so ergäben sich aus dieser Situation bestimmte Probleme hinsichtlich der Kompatibilität zwischen Haushalts- und Geldpolitik. Der Bericht erinnert in diesem Zusammenhang daran, dass der Kompatibilitätsgrad in einer Reihe von Mitgliedsländern nicht befriedigend ist; infolgedessen wäre es vielleicht angezeigt, dass der Ausschuss die offizielle Kreditaufnahme im Ausland als Finanzierungsinstrument der öffentlichen Defizite diskutiert. Indessen ist daran zu erinnern, dass in Dänemark der Gegenwart des Erlöses aus diesen Krediten bei der dänischen Zentralbank in Landeswährung stillgelegt wird; auf diese Weise ist die Verbindung zwischen der Finanzierung eines aussenwirtschaftlichen Defizits und der Finanzierung eines Haushaltsdefizits unterbrochen.

Der zweite Hauptpunkt behandelt das Funktionieren des EWS. Die Frage von höchster Aktualität in diesem Zusammenhang betrifft die Auswirkung eines neuen Zinsauftriebs in den USA auf das Verhalten der D-Mark und die eventuelle Reaktion der deutschen Behörden. Im Bericht wird der Gedanke ausgeführt, dass in Anbetracht der Aussicht auf eine Abschwächung der Kreditnachfrage des privaten Sektors im Verlauf des ersten Semesters 1981 eine Politik der allmählichen Anpassung der aussenwirtschaftlichen Defizite einen gewissen Rückgang der Zinssätze nicht unbedingt ausschliesst. Dieser Rückgang dürfte indessen nur eintreten, wenn er mit bestimmten Faktoren binnenwirtschaftlicher Natur und den aussenwirtschaftlichen Gegebenheiten vereinbar bleibt. Die Letztgenannten werden weitgehend von der Art der Geldpolitik bestimmt, die von den USA betrieben wird. Der Bericht weist auf die Gefahr hin, dass, "wenn die USA ihre Politik der strikten Kontrolle des Wachstums der monetären Basis, die heftige Schwankungen der Zinssätze zulässt, fortsetzen und/oder wenn die amerikanische Wirtschaft nicht besser auf diese Politik reagiert, die Geldpolitik in Europa stärker als 1980 von den aussenwirtschaftlichen Gegebenheiten abhängig sein wird". Indessen, wenn mangels eines geeigneteren "Policy mix" die gegenwärtig

angewandte geldpolitische Technik die bestmögliche ist, die es gibt, muss Europa mit dieser Situation leben; es kann seinerseits versuchen, seine Instrumente und Techniken an diese Situation anzupassen, und aus der Flexibilität der Wechselkurse Nutzen ziehen.

Betrachtet man das Jahr 1980, so ist festzustellen, dass das EWS eine schwierige Periode durchgemacht hat. Der Erfolg in bezug auf die Stabilität der nominalen Wechselkurse beruhte z.T. auf der neuen Situation im Zahlungsbilanzbereich, aber auch, und zwar zu einem guten Teil, auf der Koordinierung der von den Behörden der EWG getroffenen geldpolitischen Massnahmen. Dank dieser Koordinierung konnten die störenden Auswirkungen der Schwankungen der amerikanischen Zinssätze auf die Kohäsion der am Wechselkursmechanismus des EWS beteiligten Währungen neutralisiert werden. Zur gleichen Zeit kann die Geldpolitik in den EWG-Mitgliedsländern als befriedigend bezeichnet werden. Tatsächlich sind die Geldmengenziele in den meisten Ländern erreicht worden, und der gesetzte "geldpolitische Rahmen" auf mittlere Sicht hat, wie beispielsweise in Frankreich, begonnen, Folgen zu zeitigen. In anderen Ländern, in denen ehrgeizigere Ziele bestehen, könnten sich die gewünschten Wirkungen bald abzeichnen.

Herr Bastiaanse stellt abschliessend fest, dass dies das letzte Mal gewesen sei, dass er einen Bericht der Expertengruppe dem Ausschuss der Zentralbankpräsidenten vorgelegt habe. Er hebt hervor, dass er seine Funktionen als Vorsitzender der Expertengruppe als eine grosse Ehre betrachtet habe, und dankt den Zentralbankpräsidenten für das Vertrauen, das diese ihm entgegengebracht haben.

B. Diskussion des Ausschusses

Der Vorsitzende dankt Herrn Bastiaanse für seine Ausführungen und bittet die Zentralbankpräsidenten um ihre Stellungnahme.

Herr Ciampi hebt hervor, dass er den Bericht der Expertengruppe mit grossem Interesse gelesen habe. Was das Problem der offiziellen Kreditaufnahme im Ausland anbelangt, so ist er der Auffassung, dass diese Operationen unter dem Gesichtspunkt einer geeigneten Dosierung von Anpassung und Finanzierung der vom zweiten Oelschock ausgelösten aussenwirtschaftlichen Defizite betrachtet werden müssen.

Wenn man nämlich von der Voraussetzung ausgeht, dass diese Defizite in ihrer Gesamtheit nicht rasch absorbiert werden, scheint es angemessen, einen Anpassungsweg ins Auge zu fassen, der den Auswirkungen der energiewirtschaftlichen Massnahmen und der realen Aufnahmefähigkeit der erdölproduzierenden Länder Rechnung trägt. Länder mit einer verhältnismässig schwachen Finanzposition könnten sich gezwungen sehen, den Anpassungsprozess zu beschleunigen, und es wäre ihren Bemühungen dienlich, wenn andere, finanziell stärkere Länder einen langsameren Anpassungsprozess wählen und damit einen grösseren Teil dieses Gesamtdefizits übernehmen würden. Die relative Stabilität an den Devisenmärkten und die relativ reibungslose Anpassung der wirtschaftlichen Wachstumsraten spiegeln die Anwendung einer solchen konzertierten Strategie wider, und es ist zu hoffen, dass diese Methode in Zukunft fortgesetzt wird, um einen angemessenen Rahmen für die Anpassung zu schaffen. Eine Politik nämlich, die darauf abzielt, die auf der Oelpreiserhöhung beruhenden aussenwirtschaftlichen Defizite durch unmittelbare Verringerung der Inlandsnachfrage anzupassen, fordert sehr hohe wirtschaftliche und soziale Kosten, wie dies die Erfahrungen nach dem ersten Oelschock gezeigt haben.

Herr Ciampi bekundet sein Einverständnis mit der Auffassung der Expertengruppe über die Risiken, die auf längere Sicht durch eine übermässige offizielle Kreditaufnahme im Ausland gegeben sind. Er ist indessen der Meinung, dass die Unterscheidung zwischen den Kapitalimporten (die von den Zinssätzen spontan induziert werden) und den Importen, die unmittelbar auf die Initiative der Behörden zurückzuführen sind, nicht überzeugt, abgesehen von den eindeutigen Fällen, in denen es sich um "Ausgleichsfinanzierungsoperationen" handelt. Es besteht kein Zweifel, dass in Italien die behördlichen Massnahmen Voraussetzungen geschaffen haben, die die Finanzierung des Leistungsbilanzdefizits durch effektiv eingetretene Kapitalimporte über den Bankensektor und den Kapitalmarkt begünstigen. Nichtsdestoweniger meint Herr Ciampi, dass diese Kapitalimporte die Folge einer restriktiven Geldpolitik und eines im Vergleich zum Ausland günstigen Zinsgefälles waren. Auf jeden Fall würden es die italienischen Behörden nicht für angemessen halten, Leistungsbilanzdefizite auf lange Sicht fortbestehen zu lassen. Wenn die Verlangsamung der Wirtschaftstätigkeit sich für die aussenwirtschaftliche Position als weniger nützlich erweisen sollte als erwartet, würden die Behörden eine weitere Verschärfung ihrer Geldpolitik in Erwägung ziehen.

Was das Funktionieren des EWS anbelangt, so ist festzustellen, dass für die Situation im Wechselkursmechanismus mehr die Folgen der heftigen Schwankungen der amerikanischen Zinssätze bestimmend waren als die Inkompatibilität zwischen den binnenwirtschaftlichen Massnahmen der einzelnen Länder. Die derzeitige Stabilität beruht auf besonderen Faktoren, die auf lange Sicht nicht fortbestehen dürften, und zwar insbesondere auf einer günstigen Verteilung der Leistungsbilanzdefizite. Die Kohäsion der Gemeinschaftswährungen wird in Zukunft von einer engen Koordinierung der Geld- und Wirtschaftspolitik und von einer besseren Konvergenz zwischen den Ländern bei der Entwicklung der binnenwirtschaftlichen Preise und Kosten und der Wettbewerbsfähigkeit abhängen.

Abschliessend dankt Herr Ciampi Herrn Bastiaanse für die ausgezeichnete Arbeit, die er während vieler Jahre in seiner Eigenschaft als Vorsitzender der Expertengruppe geleistet hat.

Herr Pöhl ruft in Erinnerung, dass die Bundesbank soeben ihr Geldmengenziel für das Jahr 1981 festgesetzt und bekanntgegeben hat. Dieses Ziel, das ein Wachstum der Zentralbankgeldmenge von 4 bis 7% vom vierten Quartal 1980 zum vierten Quartal 1981 anvisiert, stellt wie im Vorjahr einen Zielkorridor dar. Die Spanne von drei Punkten bietet eine Marge für diskretionäre Massnahmen entsprechend der Entwicklung im Bereich der Preise, der Konjunktur und der Zahlungsbilanz. Das Ziel wurde frühzeitig festgesetzt und bekanntgegeben, damit es als Anhaltspunkt für die haushaltspolitischen Entscheidungen und die Lohnverhandlungen dienen kann. Das Defizit der Gebietskörperschaften (d.h. der öffentlichen Hand unter Ausschluss der Sozialversicherungen) dürfte sich im Jahr 1981 insgesamt auf rund DM 60 Mrd. stellen (gegenüber 57 Mrd. 1980 und 47 Mrd. 1979), d.h. auf ungefähr 3,5% des nominalen Bruttosozialprodukts. Der Anstieg dieses Defizits beruht auf der Verlangsamung der Wirtschaftstätigkeit, die sich insbesondere in verminderten Steuereinnahmen und in vermehrten öffentlichen Ausgaben niederschlägt; er stellt keine expansive Orientierung der Haushaltspolitik dar, denn eine solche Orientierung wäre aus fiskalischen Gründen und vor allem wegen der Situation der Leistungsbilanz nicht möglich. Aufgrund der gegenwärtigen Verhältnisse am Arbeitsmarkt darf man ziemlich optimistisch sein, dass die Lohnverhandlungen zu einem massvollen Wachstum der Löhne führen.

Das neue Geldmengenziel basiert auf einer geschätzten Wachstumsrate des Produktionspotentials von +2 1/2% und einer "unvermeidlichen Inflationsrate" (d.h. einer als Richtschnur dienenden Rate) von 3 1/2

bis 4%. Unter Berücksichtigung eines rechnerischen Abschlags für die erwartete Aenderung bei den Jahresdurchschnittswerten der Umlaufgeschwindigkeit ergibt sich eine Rate von 5,5%. Der niedrigere Zielkorridor bedeutet nicht eine Verschärfung der Geldpolitik, denn die monetäre Wachstumsrate liegt schon jetzt am unteren Ende dieses Korridors. Dies beruht insbesondere auf den kontraktiven Auswirkungen der Kapitalabflüsse und des Leistungsbilanzdefizits. Die Bundesbank hat versucht, diese Auswirkungen auf die Bankenliquidität teilweise auszugleichen, doch das Ergebnis waren vermehrte Kapitalabflüsse. Auf diese Weise haben die Banken Gebietsfremden Kredite in Höhe von fast DM 20 Mrd. gewährt, und so ist die langfristige Kapitalbilanz fast ausgeglichen - im Unterschied zum Vorjahr, in dem sie einen sehr hohen Ueberschuss aufwies. Im Zeitraum Januar bis Oktober 1980 stellten sich die Kapitalzuflüsse auf DM 24 Mrd.; davon entfielen rund 13,5 Mrd. auf den öffentlichen Sektor, der für das ganze Jahr eine Gesamtziffer von DM 20 Mrd. erreichen dürfte. In denselben zehn ersten Monaten des Jahres 1980 beliefen sich die Kapitalabflüsse für Direktinvestitionen, Entwicklungshilfe und Kredite an Gebietsfremde in der Bundesrepublik auf rund DM 23 Mrd.

Herr Pöhl ist der Auffassung, dass diese Kapitalabflüsse mehr mit den Wechselkurserwartungen gegenüber dem Dollar und dem Pfund Sterling als mit dem Bestehen des EWS in Verbindung standen.

Die vorstehend beschriebenen aussenwirtschaftlichen Zwänge machen die Geldmengensteuerung noch schwieriger. Unter diesen Umständen wäre es nicht angezeigt, der Empfehlung, mehr Zentralbankgeld bereitzustellen, zu folgen und auf diese Weise eine Zinssenkung herbeizuführen. Gegenwärtig würde eine solche Massnahme zwangsläufig zu vermehrten Kapitalabflüssen führen, die ihrerseits einer Tendenz zur Zinssenkung entgegenwirken würden und sogar einen Zinsauftrieb nach sich ziehen könnten. Die Entwicklungen im Bereich der amerikanischen Geldpolitik spielen unter diesem Gesichtspunkt eine sehr wichtige Rolle, und für die Zukunft lässt sich weder das Fortbestehen der derzeitigen Situation noch die Möglichkeit hoher Zuflüsse nach Deutschland, wie dies im Jahr 1978 zu beobachten war, ausschliessen.

Herr de la Genière möchte zu den folgenden drei Punkten Stellung nehmen:

- die inländische Geldpolitik in Frankreich,
- das Defizit der französischen Leistungsbilanz und die Art seiner Deckung,
- das Funktionieren des EWS.

Was den ersten dieser Punkte anbetrifft, so scheint jetzt sicher zu sein, dass das M2-Wachstumsziel von 11% für das Jahr 1980 erreicht wird; dieses günstige Ergebnis beruht nicht allein darauf, dass der Krediteingrenzungsmechanismus zum Tragen kam, sondern auch auf der bemerkenswerten Entwicklung des Finanzmarktes. So haben sich die gesamten Bruttowertpapieremissionen von FF 65 Mrd. im Jahr 1979 im Jahr 1980 nahezu verdoppelt. Diese Ausweitung des Finanzmarktes, die sich allerdings in den kommenden Jahren nicht im gleichen Tempo wiederholen dürfte, ist das Ergebnis einer freiwilligen Politik der Behörden, die ihre mehr oder weniger inoffizielle Lenkung dieses Marktes gelockert haben. Die langfristigen Zinssätze haben sich daher so entwickelt, dass sie seit ungefähr eineinhalb Jahren über der Inflationsrate und über den kurzfristigen Zinsen liegen, womit bei den Zinssätzen wieder eine ordnungsgemässe Rangordnung hergestellt wurde.

Das für 1980 geschätzte Leistungsbilanzdefizit im Gegenwert von US-\$ 7 Mrd. werde in voller Höhe und sogar noch mehr durch kurzfristige Kapitalzuflüsse finanziert, während die langfristige Kapitalbilanz mit einem kleinen Defizit abschliessen dürfte. Tatsächlich würden die Kapitalzuflüsse aus langfristiger Kreditaufnahme im Ausland (rund US-\$ 5 Mrd.) nicht genügt haben, die Kredite an Gebietsfremde zu kompensieren. Diese Situation ist nicht befriedigend, und in dem Masse, wie das Defizit der Leistungsbilanz andauert, muss die langfristige Kreditaufnahme im Ausland stärker gefördert werden, um die Finanzierung des Leistungsbilanzdefizits zu konsolidieren.

Sowohl die kurzfristigen als auch die langfristigen Kapitalzuflüsse haben einen expansiven Einfluss auf die französischen Geldmarktverhältnisse ausgeübt. Angesichts dieser Entwicklung wurden in jüngster Zeit die Pflichtreserven der Banken angehoben, um einen Teil dieser überschüssigen Liquidität zu absorbieren. Die auf diesem Wege abgeschöpfte Liquidität beziffert sich auf FF 15 Mrd.

Abschliessend sei zu sagen, dass man sich zum guten Funktionieren des EWS beglückwünschen könne. Indessen dürften die Ursachen der relativen Stabilität der Wechselkursrelationen im Rahmen des Interventionsmechanismus des EWS weder von Dauer noch erwünscht sein. Sie beruhen nämlich in hohem Masse auf der weltweiten Krise und der Entwicklung der Zinssätze in den USA; diese Faktoren haben zu einer relativen Schwäche der D-Mark geführt, die - vermutlich - vorübergehender Natur ist, weil die Ursachen

dafür früher oder später dahinfliegen werden. Wichtig ist, dass das ordentliche Funktionieren des EWS sich in einem andersartigen Rahmen abspielt, der von seiten der Länder mit Defiziten und hohen Inflationsraten im Jahr 1981 erneute und vermehrte Anstrengungen verlangt.

Herr de Strycker erklärt, er habe den Expertenbericht mit grossem Interesse gelesen und danke bei dieser Gelegenheit Herrn Bastiaanse und seiner Gruppe für die in den zurückliegenden Jahren geleistete Arbeit. Das ergänzende Berichtskapitel über die offizielle Kreditaufnahme im Ausland sei besonders für Belgien interessant, das zu den Ländern gehöre, die von dieser Finanzierungsmöglichkeit am meisten Gebrauch machen. Für die EWG-Länder insgesamt sei dieses Thema freilich weniger wichtig, da die offizielle Auslandsverschuldung, wie aus der Tabelle F hervorgehe, mit Ausnahme Belgiens, Dänemarks und Irlands weniger als 1% des BSP betrage. Zudem scheinen die Zahlen für Deutschland und Frankreich in der Tabelle nicht mit den von Herrn Pöhl und Herrn de la Genière gemachten Angaben (DM 20 Mrd. bzw. FF 15 Mrd.) übereinzustimmen.

Herr Gleske führt aus, dass sich die genannten DM 20 Mrd. auf das Jahr 1980 als Ganzes bezögen, der Betrag von DM 9,6 Mrd. hingegen auf die ersten neun Monate des laufenden Jahres.

Herr de la Genière erklärt, dass im Falle Frankreichs die Unterschiede in den Zahlen den gleichen Ursprung haben: die von ihm erwähnten \$ 5 Mrd. beziehen sich auf das gesamte Jahr 1980, während die FF 15 Mrd. in der Tabelle F den Nettobetrag der in den ersten zehn Monaten genehmigten Anleihen darstellen.

Für das Jahr 1980 dürften die langfristigen Kapitalbewegungen mit einem Defizit von ungefähr FF 5 Mrd. abschliessen. Die kurzfristigen Kapitalbewegungen und die statistisch nicht aufgliederbaren Transaktionen ergäben einen Ueberschuss von FF 28 Mrd. Unter Berücksichtigung des Leistungsbilanzdefizits und der Veränderung der Auslandsposition des Bankensektors würden die offiziellen Währungsreserven um ungefähr FF 27 Mrd. anwachsen.

Herr Bastiaanse erklärt, die Gruppe habe die offizielle Kreditaufnahme im Ausland auf ausdrücklichen Wunsch des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten geprüft; dieser hätte die Gruppe aufgefordert, die Auswirkungen dieser Operationen auf die Geldpolitik zu prüfen. Die Zahlen in Tabelle F seien von den Vertretern der Zentralbanken mitgeteilt worden.

Der Vorsitzende meint, die Abweichungen seien möglicherweise in einigen Fällen auf unterschiedliche Abgrenzungen zurückzuführen. Eine umfassendere Analyse der Finanzierungsweisen der Defizite in laufender Rechnung würde möglicherweise ein vollständigeres Bild vermitteln.

Herr Zolotas drückt Herrn Bastiaanse seine hohe Anerkennung für den ausgezeichneten Bericht der Expertengruppe aus. Er führt die gegenwärtigen Schwierigkeiten der EWG-Länder auf drei Faktoren zurück= auf die Geldpolitik der USA, auf Preis und Angebot für Erdöl und auf die Finanzpolitik. Die Geldpolitik der USA sei für die europäischen Länder deshalb besonders wichtig, weil diese den Dollar als Anlage- und internationale Reservewährung benötigten. Diese Situation erfordere eine bessere Zusammenarbeit mit den USA. Ein erneuter Preisschub beim Erdöl würde die Zahlungsbilanz- und Inflationsprobleme noch verschärfen, weshalb die Möglichkeit erwogen werden sollte, mit den OPEC-Ländern Gespräche über direkte Kreditaufnahmen und eine bessere Rückschleusung der Oelgelder zu führen. Eine engere Koordinierung von Finanz- und Geldpolitik könnte möglicherweise durch gemeinsame Beratungen der Finanzminister und Notenbankpräsidenten der EWG erreicht werden.

Der Vorsitzende erklärt, der Ausschuss habe bereits mehrfach Erörterungen über eine gemeinsame Politik gegenüber dem US-Dollar angestellt, doch sei es wohl schwierig, an der gegenwärtigen Situation etwas zu ändern.

Herr Zijlstra schliesst sich den anerkennenden Worten der anderen Zentralbankpräsidenten zu dem Bericht der Expertengruppe an und dankt Herrn Bastiaanse für seine umfangreiche und äusserst wertvolle Arbeit, die er als Vorsitzender der Arbeitsgruppe geleistet habe. Er halte die im Bericht Nr. 17 getroffene Unterscheidung zwischen "spontanen" Kapitalzuflüssen und offiziellen Kreditaufnahmen im Ausland für äusserst nützlich und schlage vor, künftig diese Analyse zu vertiefen, indem bei der Finanzierung des Zahlungsbilanzdefizits gemäss den drei nachfolgenden Kriterien unterschieden werde:

- "spontane" Kapitalzuflüsse und/oder offizielle Kreditaufnahme im Ausland,
- kurzfristige und/oder langfristige Finanzierung,
- Verschuldung in nationaler oder ausländischer Währung.

Diese Aufgliederung würde ein fundierteres Urteil darüber ermöglichen, welche Finanzierungsart im Einzelfall für ein Leistungsbilanzdefizit angezeigt sei.

Zur inneren monetären Entwicklung in den Niederlanden sei anzumerken, dass ex post ein sehr gutes Ergebnis erzielt wurde, während ex ante, nämlich unter dem Gesichtspunkt der Geldschöpfung, die Behörden ihr Ziel nicht erreicht hätten. Für 1981 werde ein Ziel gleicher Grössenordnung (d.h. eine Ausweitung der Geldmenge um 6%) angepeilt, doch stelle der öffentliche Sektor das grösste Hindernis zur Verwirklichung dieses Zieles dar. Die öffentliche Deckungslücke sei sehr hoch, und es werde schwierig sein, diese in einem Wahljahr in nennenswertem Umfang abzubauen.

Das EWS sei ein grosser Erfolg gewesen, der die beim Anlaufen des Systems gehegten Erwartungen bei weitem übertroffen habe. Der Zusammenhalt der Teilnehmerwährungen sei indessen mit den Bewegungen der amerikanischen Zinsen verknüpft. Die europäischen Länder sollten eine positive Einstellung zur amerikanischen Geldpolitik insoweit einnehmen, als diese Politik zur Inflationsbekämpfung geeignet sei, und sie müssten es hinnehmen, dass eine solche Politik ein hohes Zinsniveau nach sich ziehe. Indessen seien erratische und starke Fluktuationen dieser Sätze, wie es sie 1980 gegeben habe, kaum nützlich, und es sei zu hoffen, dass die kommenden Monate mehr Stabilität bringen werden. Freilich dürfe nicht vergessen werden, dass das Ausmass der Entwicklung der öffentlichen Defizite den destabilisierendsten Einfluss habe.

Herr Pöhl ist der Auffassung, dass man im Rahmen der von Herrn Zijlstra angeregten Analyse einerseits zwischen dem öffentlichen und dem privaten Sektor unterscheiden und andererseits die Folgen prüfen müsse, die sich für die Struktur der Zahlungsbilanz ergeben, wenn die Schuldenlast aufgrund einer wachsenden Kreditaufnahme im Ausland entsprechend zunimmt. In der Tat sei die Gefahr eines strukturellen Ungleichgewichts der Zahlungsbilanz dann gegeben, wenn das Defizit in der Bilanz der laufenden Posten über Jahre hinaus anhält, denn in einem solchen Falle müsse ein wachsender Teil der Exporteinnahmen für den Schuldendienst verwendet werden.

Herr Ortoli teilt die Auffassung, wonach ein einwandfreies Funktionieren des EWS nur dann auch in der Zukunft gesichert sei, wenn die wirtschaftlichen Endresultate weiter sich einander annähern. Indessen seien die hier erzielten Fortschritte noch sehr begrenzt. Die Koordinierung der Haushaltspolitik betreffe nur das Staatsdefizit und nicht den gesamten öffentlichen Sektor. Ausserdem gebe es keine fundierte Analyse des Ausmasses der öffentlichen Defizite und der Art ihrer Deckung, was erheblichen Einfluss auf Geld- wie Wechselkurspolitik habe. Die mangelnde Elastizität

der Budgets sei sowohl auf automatische Faktoren (z.B. die Ausgaben für den öffentlichen Schuldendienst und die Arbeitslosigkeit) als auch auf politische Faktoren zurückzuführen, wie das Zögern der Behörden, die Ausgaben für bestimmte Leistungen zu kürzen, die von der Öffentlichkeit als für immer erworben angesehen werden. Hinzu kämen in einigen Ländern strukturell bedingte Inflationsursachen, nämlich der Effekt der subtilen Indexierungsmechanismen und analoge Probleme im Bereich der Preisbildung. Diese Überlegungen führten zu dem Schluss, dass die erwünschte Annäherung der wirtschaftlichen Endergebnisse nicht allein durch eine vernünftige Geldpolitik und modifizierte Haushaltspolitik erreicht werden könne. Diese Feststellung bedeute freilich nicht, dass man auf die Aufstellung von Geldmengenzielen oder auf eine eingehende Erörterung dieser Probleme auf der Ebene der Finanzminister verzichten solle. Indessen bleibe ein gewisses Unbehagen in bezug auf ein ausreichendes Mass an Konvergenz der wirtschaftlichen Endresultate und die sich möglicherweise daraus für das Funktionieren des EWS ergebenden Konsequenzen.

Zur Koordinierung der Geldpolitik im engen Sinne, insbesondere der Zinspolitik, äussert Herr Ortoli mit Befriedigung, dass sich innerhalb des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten die gemeinsame Analyse der Probleme vertieft hätte und sich eine gute Zusammenarbeit mit dem Währungsausschuss eingestellt habe.

Herrn Bastiaanse müsse für seine analytische und "pädagogische" Arbeit auf dem Gebiet der geldpolitischen Instrumente gedankt werden. Der intellektuelle Unterbau der Analyse erscheine noch einer Vervollkommnung fähig, und es sei vielleicht angebracht, dass eine kleine Gruppe diese Arbeit fortsetze, um die Möglichkeiten einer grösseren Kompatibilität des Einsatzes der geldpolitischen Instrumentarien zu prüfen. Nebenbei bemerkt bedeute eine engere Koordinierung dieses Bereichs nicht, dass die Richtlinien der Politik in Brüssel oder in Basel bestimmt würden. Im Gegenteil habe man kürzlich ein konkretes Beispiel für eine solche Koordinierung erlebt, als die französischen Behörden aufgrund eines gemeinsamen Ziels, des Zusammenhalts im EWS, Massnahmen ergriffen hätten, die sich auf nationaler Ebene nicht aufdrängten.

Herr Ortoli erinnert daran, dass die Koordinierung der Zinspolitik mit den nicht der Gemeinschaft angehörenden Ländern, in erster Linie den USA, aber auch Japan, ebenfalls Beratungsgegenstand im Europäischen Rat gewesen sei. Er glaube nicht, dass die USA ihre gegenwärtige Politik fortsetzen könnten, die von hektischen Schwankungen der Zinsen begleitet

sei. Ohne hier anregen zu wollen, diesem Land eine Lehre zu erteilen, erscheine es gleichwohl angezeigt, dass sich die Präsidenten der EWG-Zentralbanken Gedanken über Inkompatibilitäten beim Einsatz des geldpolitischen Instrumentariums machten und Vorschläge zu deren Beseitigung unterbreiten, die dem Interesse aller Beteiligten gerecht würden.

Herr Richardson äussert sich ebenfalls anerkennend zur Arbeit der "Bastiaanse-Gruppe" und hebt vor allem den persönlichen Beitrag von Herrn Bastiaanse hervor. Zu der Feststellung im letzten Bericht (Nr. 17), dass "der Erfolg der Geldpolitik weitgehend von der Reaktion des öffentlichen und des privaten Sektors abhängt", bemerkt er, dass der private und der öffentliche Sektor in Grossbritannien in den vergangenen Jahren auf die restriktive Geldpolitik nicht angemessen reagiert hätten. Inzwischen sei eine Besserung eingetreten. Der Schatzkanzler habe kürzlich fiskalpolitische Massnahmen angekündigt, die die Haushaltspolitik im Rahmen der mittelfristigen Finanzplanung halten sollen. Gleichzeitig habe die Bank von England ihren Leitzatz gesenkt und Verfahrensänderungen bei der Geldmengensteuerung angekündigt.

Die Herabsetzung des Leitzinses müsse im Zusammenhang mit der Gesamtentwicklung der britischen Volkswirtschaft gesehen werden. Das Wachstum von Sterling-M3 liege weit über der Zielzone, selbst dann, wenn man der nach Aufhebung des "Korsetts" wieder zunehmenden Kreditvermittlungstätigkeit der Banken (reintermediation) Rechnung trage. Diese Entwicklung dürfte jedoch kein getreues Spiegelbild des restriktiven Grades der britischen Geldpolitik sein. Zum einen expandiere M1 langsamer; andererseits sei der Einfluss der Geldpolitik auf die wirtschaftlichen Endergebnisse nicht zu übersehen. Die monatliche Teuerungsrate habe sich von 2% im vergangenen Frühjahr auf derzeit 1/2% ermässigt, und die Jahresrate sei im Berichtszeitraum von 21,9 auf 15,5% gefallen. Noch deutlicher sei die Abschwächung der Inflation bei den industriellen Produkten. Begünstigt wurde diese Entwicklung zu einem erheblichen Teil durch die starke Aufwertung des Pfundes, die ihre Ursache einmal in der Stellung Grossbritanniens als Erdölproduzent sowie den Ereignissen im Nahen Osten habe, und andererseits in dem restriktiven Kurs der Geldpolitik, wie er in dem sehr hohen Zinsniveau zum Ausdruck komme.

Der Anstieg der Löhne und Gehälter dürfte sich ebenfalls ermässigen. Bei den Lohnverhandlungen in der verarbeitenden Industrie seien Anzeichen von Mässigung erkennbar, und im öffentlichen Sektor (wo die Abschlüsse im vergangenen Jahr besonders unbefriedigend waren) sollten

die Aufhebung des Mechanismus der "pay comparability" und die Ansätze im Budget, die von einer Erhöhung der Löhne und Gehälter um 6% ausgehen, ebenfalls einen Beitrag zur Begrenzung der Lohnsteigerungen leisten.

Der starke Rückgang des BIP sei vornehmlich auf einen ausgeprägten Abbau der Lager zurückzuführen, und diese Entwicklung sei noch durch eine Verschlechterung der finanziellen Lage der Unternehmen als Folge der Pfundaufwertung und des hohen Zinsniveaus verstärkt worden. Die Gewinne der Unternehmen, die bereits vorher einen sehr niedrigen Stand innehatten, seien noch weiter zurückgegangen, mit dem Ergebnis, dass die Zahl der Arbeitslosen die 2-Millionen-Grenze erreicht habe, das seien 8 1/2% aller Erwerbspersonen.

Bisher hätten allein die Unternehmen und die Erwerbslosen voll die Auswirkung der Rezession zu spüren bekommen. Die Gruppe der abhängig Beschäftigten hingegen hätten ihren Lebensstandard halten können, einmal wegen der insbesondere in der Vergangenheit starken Lohnerhöhungen, zum anderen aufgrund des Abflauens der Inflation. Dem Finanzierungsüberschuss dieser Gruppe stehe ein ausgeprägtes Defizit des Unternehmenssektors gegenüber. Unter dem Einfluss der Rezession seien die Einfuhren deutlich zurückgegangen. Dieser Rückgang habe, im Verein mit besseren Terms of trade infolge des steigenden Oelpreises und der Pfundaufwertung, für die letzten Monate einen unerwartet hohen Handelsbilanzüberschuss ergeben. Auf längere Sicht jedoch dürfte die sich verschlechternde Wettbewerbsfähigkeit der britischen Wirtschaft gewisse negative Auswirkungen auf die Handelsbilanz haben.

Die Kreditnachfrage der Unternehmen blieb während des gesamten Zeitraums sehr hoch, was darauf beruhe, dass die umfangreichen Ersparnisse der privaten Haushalte den Unternehmen über das Bankensystem zur Verfügung gestellt wurden, da Anleiheemissionen auf dem Kapitalmarkt nicht praktikabel waren. Gleichzeitig sei der Nettofinanzierungsbedarf des öffentlichen Sektors höher gewesen als ursprünglich angenommen (er wird jetzt auf 11,5 Mrd. geschätzt, verglichen mit im vergangenen Frühjahr eingeplanten 8,5 Mrd.), und der grösste Teil dieses Bedarfs habe im ersten Halbjahr gedeckt werden müssen. Diese Bestimmungsgründe hätten im Zusammenwirken mit den wider Erwarten weniger kontraktiven Einflüssen der Zahlungsbilanz (siehe oben) zu der starken Ausweitung von Sterling-M3 geführt. Diese Expansion sollte sich jedoch in den kommenden Monaten abschwächen, da der für das laufende Haushaltsjahr noch zu deckende öffentliche Finanzierungsbedarf sehr viel geringer sei und die Kreditnachfrage der Unternehmen sich aufgrund des Lagerabbaus abschwächen dürfte.

Die jüngst vom Schatzkanzler angekündigten finanzpolitischen Massnahmen träten erst während des Haushaltsjahres 1981)82 in Kraft. Sie beinhalteten um £ 2 Mrd. höhere Steuereinnahmen und Ausgabenkürzungen um £ 1 Mrd. Die Deckung des verbleibenden Defizits werde durch die kürzlich eingeführten "indexlinked national saving bonds" erleichtert. Dieses Finanzierungsinstrument solle den Finanzierungsüberschuss der privaten Haushalte absorbieren, einen Ueberschuss, der sonst bei den Banken oder den "building societies" angelegt würde; mit der Einführung dieses Papiers müsste sich der Zinsauftrieb am Kapitalmarkt abschwächen, so dass dieser für die Unternehmen interessanter werde.

Die Senkung des Leitzinses der Bank von England sei vor allem aus den beiden folgenden Gründen beschlossen worden: zum einen reagiere die Kreditnachfrage der Unternehmen nicht auf Zinsänderungen; zum anderen läge das Zinsniveau über der gegenwärtigen Inflationsrate, und zwar auch nach seiner Ermässigung im Anschluss an die Leitzinssenkung. Anfang des Jahres sei der "reale Satz" negativ gewesen, obwohl die Zinsen nominal höher waren als derzeit.

Insgesamt gesehen beinhalten die geld- und fiskalpolitischen Massnahmen eine gewisse Erleichterung für den Unternehmenssektor.

Zu den angekündigten Aenderungen der Verfahren zur Geldmengensteuerung erklärt Herr Richardson, dass diese zunächst mit allen Beteiligten erörtert würden und daher nicht vor dem Frühjahr 1981 in Kraft träten. Im übrigen stellten diese Aenderungen keine revolutionäre Neuerung dar: sie sollen der Zentralbank mehr Flexibilität bei der monetären Steuerung einräumen, wobei die Beeinflussung der kurzfristigen Zinsen auch weiterhin zur Steuerung der Geldmengenausweitung dienen wird. Wie das Bankensystem auf diese grössere Flexibilität reagieren wird, werde analysiert werden und könne in der Zukunft zu neuen Formen der Geldmengensteuerung beitragen.

Wie bereits im "Grünbuch" angekündigt, werde der Barreservesatz auf eine grössere Zahl von Banken ausgedehnt werden müssen, als dies gegenwärtig der Fall sei, und der Reserveaktivasatz werde aufgehoben. Der letztgenannte Satz enthalte Elemente einer monetären Steuerung ebenso wie der bankgeschäftlichen Liquiditätsvorsorge (dieser letztere Gesichtspunkt werde in einem neuen System der Reservehaltung zur bankgeschäftlichen Liquiditätssicherung wieder aufgegriffen werden), und das Nebeneinander dieses Satzes und der Barreserve habe die Geldmengensteuerung mitunter insofern erschwert, als es zuweilen nicht möglich gewesen sei, das Staatsdefizit im erwünschten Ausmass am Markt für kurzfristige Gelder abzudecken. Es werde auch erwogen, die Palette der Geldmarktpapiere zu erweitern.

Die Aenderungen in den Verfahren zur Geldmengensteuerung würden bewirken, dass die operationellen Ziele der Zentralbank weniger deutlich werden und der Leitsatz der Bank von England, dessen zentrale Rolle gegenwärtig eine gewisse Starrheit der Geldmengensteuerung bedinge, an Bedeutung verlöre. Das neue System beinhalte einen Zinsrahmen, der wie der derzeitige Leitzins geändert würde und in dessen Innern die Zentralbank täglich ihre Sätze ändern könne. Zunächst freilich werde die Schwankungsmarge ziemlich eng sein, und die Bank von England werde eher auf die Sätze der kurzfristigen Papiere als auf den Zugang zur Zentralbank über die Diskontfazilität einwirken. Unter diesen Bedingungen sollten die kurzfristigen Zinsen keinen starken Schwankungen unterliegen, während die längerfristigen Sätze, wie etwa der Dreimonatssatz, mehr auf die Marktkräfte reagieren dürften.

Die oben beschriebenen Massnahmen wären auch mit einer eventuellen Entscheidung zugunsten eines Systems der Steuerung der Geldbasis vereinbar, wengleich die Behörden hinsichtlich dieses Punktes noch zu keiner Entscheidung gelangt sind. Obligatorische Mindestreserven würden wie das "Korsett" zur "disintermediation" führen, und die Schaffung eines solchen Systems ohne Mindestreserven werde dadurch erschwert, dass bei dem gegenwärtigen institutionellen Rahmen kein stabiles Verhältnis zwischen der Geldbasis und den monetären Gesamtgrössen gegeben sei.

Der Vorsitzende beendet die Aussprache, indem er Herrn Bastiaanse den Dank und die Wertschätzung des Ausschusses für die von ihm als Vorsitzenden der Expertengruppe geleistete Arbeit ausspricht und ihm im Namen des Ausschusses alles Gute für seine neuen Aufgaben wünscht. Insbesondere bezeichnet er es als ein persönliches Verdienst von Herrn Bastiaanse, dass die EWG-Zentralbanken im Laufe der Jahre eine sehr viel offenere Haltung in ihren geldpolitischen Diskussionen eingenommen haben.

IV. Erneuerung des zwischen der Federal Reserve Bank von New York und den EWG-Zentralbanken abgeschlossenen Swapabkommens

Herr Mikkelsen erklärt, der Ausschuss der Stellvertreter habe diesen Punkt in seiner Sitzung vom 8. Dezember 1980 diskutiert. Aus dem Informationsaustausch der Experten der EWG-Zentralbanken im Rahmen der von Herrn Heyvaert geleiteten "Konzertationsgruppe" gehe hervor, dass die Federal Reserve Bank von New York allen EWG-Zentralbanken mit Ausnahme der Irlands und Griechenlands, die kein derartiges Abkommen mit der "Fed" abgeschlossen hätten, den Abschluss von Abkommen in der Form eines Swapge-

schäftes vorgeschlagen habe. Die Mehrzahl der zweiseitigen Abkommen sei in zwei wichtigen Punkten geändert worden, um sie miteinander in Uebereinstimmung zu bringen, ohne dass ihr bilateraler Charakter verändert wurde; sie beträfen insbesondere die Ziehungen:

- das Wechselkursrisiko trägt die Zentralbank, die die Ziehung auf die Swapfazilität vornimmt,
- der zu entrichtende Zinssatz entspricht dem Satz für dreimonatige Schatzwechsel oder gleichwertige Papiere in der Währung, die bei der Swapoperation Verwendung findet.

Die neuen Abkommen wiesen damit zweifellos eine Verbesserung auf, und der Ausschuss der Stellvertreter empfehle den Zentralbankpräsidenten deren Annahme. Der Ausschuss macht sich die Empfehlung des Ausschusses der Stellvertreter zu eigen.

V. Verlängerung des Mechanismus der erneuerbaren Swaps im EWS

Der Vorsitzende verweist darauf, dass der Europäische Rat auf seiner Tagung am 1. und 2. Dezember 1980 von der Absicht des Ausschusses der Präsidenten der EWG-Zentralbanken Kenntnis genommen hat, den Mechanismus der erneuerbaren Swaps im EWS zu verlängern. Er schlägt daher vor, dass die Zentralbankpräsidenten ihre Grundsatzvereinbarung vom November bestätigen und die nachfolgende Erklärung in das Protokoll dieser Sitzung aufnehmen:

"Davon ausgehend, dass die Konsolidierung des Europäischen Währungssystems in ein endgültiges System nicht bis zum 13. März 1981 verwirklicht sein wird, hat der Ausschuss der Zentralbankpräsidenten in seiner Sitzung vom 11. November 1980 bereits die Massnahmen beraten, die notwendig sind, um den Fortbestand des EWS über diesen Zeitpunkt hinaus zu sichern. Nach Abschluss dieser Prüfung hat sich der Ausschuss im Grundsatz darauf geeinigt, diese Massnahmen auf die - zweijährige - Verlängerung des Mechanismus erneuerbarer Swaps zu beschränken, durch den ECU gegen Gold- und Dollareinzahlungen beim Europäischen Fonds für währungs- politische Zusammenarbeit geschaffen werden; der Grund hierfür ist, dass es sich um die einzige Bestimmung des Abkommens vom 13. März 1979 zwischen den EWG-Zentralbanken über die Funktionsweise des EWS handelt, die, sofern nicht ein entgegengesetzter Beschluss gefasst wird, nicht mehr über das Datum des 13. März 1981 hinaus in Kraft wäre. Die übrigen Bestimmungen des Abkommens gelten auch ohne eine sie betreffende Beschlussfassung weiter.

Unter Bezugnahme auf die Beratungen des Europäischen Rates vom 1. und 2. Dezember 1980 bekräftigen die Zentralbankpräsidenten ihre Grundsatzvereinbarung vom 11. November 1980. Sie beschliessen daher gemäss Artikel 20.1 des vorerwähnten Abkommens:

- dass die in Artikel 17.3 dieses Abkommens erwähnten Gold- und Dollarswaps gegen ECU nicht nach Ablauf der im vorgenannten Artikel 20.1 erwähnten zweijährigen Uebergangsperiode aufgelöst werden;
- dass dieser Swapmechanismus für weitere zwei Jahre eingesetzt wird, an deren Ende die Gold- und Dollarswaps gegen ECU, sofern nicht einstimmig ein entgegengesetzter Beschluss gefasst wird, aufgelöst werden. Während dieses Zeitraums, also bis zum 13. März 1983, gelten für diesen Mechanismus die gleichen Bestimmungen des Abkommens vom 13. März 1979, jedoch unter dem Vorbehalt, dass die Zentralbankpräsidenten einstimmig beschliessen können, diesen Zeitraum zu verkürzen und den Mechanismus zu modifizieren, sollte der Uebergang zur institutionellen Phase des EWS vor dem 13. März 1983 stattfinden."

Der Ausschuss erklärt sich mit dem Vorschlag des Vorsitzenden einverstanden.

Der Vorsitzende gibt zudem bekannt, dass er den Präsidenten des Rates der Finanzminister schriftlich über die heute von den Präsidenten der EWG-Zentralbanken zur Verlängerung des Mechanismus der erneuerbaren Swaps im EWS getroffenen Massnahmen informieren wird.

VI. Unterzeichnung der Akte über den Beitritt der Bank von Griechenland zum System des kurzfristigen Währungsbeistands

Herr Mikkelsen gibt bekannt, dass der Ausschuss der Stellvertreter eine Aenderung an der Akte über den Beitritt der Bank von Griechenland vorgenommen hat, die der "Note betreffend den Beitritt der Bank von Griechenland zum Abkommen vom 9. Februar 1970" vom 2. Dezember 1980 als Anlage beigefügt ist. Die Aenderung betrifft den dritten Erwägungsgrund (vierter Absatz der französischen und der deutschen Fassung, dritter Absatz der englischen Version), der gestrichen wurde, da er als unnütze Wiederholung anzusehen ist.

Des weiteren möchte der Ausschuss der Stellvertreter die Zentralbankpräsidenten auf die letzten beiden Sätze der Note selbst aufmerksam machen, in denen zum Ausdruck gebracht werden soll, dass

- die Festsetzung der Schuldner- und Gläubigerquoten nicht quasi-automatisch wie bei den Schuldnerquoten erfolgt, sondern den einstimmigen Beschluss der im Ausschuss der Zentralbankpräsidenten 'zusammengeschlossenen EWG-Notenbankgouverneure erfordert,
- zum Zeitpunkt der Festlegung der Wirkungsweise des EWS eine Vereinbarung getroffen wurde, die unter anderem vorsieht, dass für die nicht am Wechselkursmechanismus des EWS teilnehmenden EWG-Zentralbanken die Schuldner- und Gläubigerquoten maximal 3.600 Mio. ECU nicht überschreiten dürfen.

Bei Annahme der Akte in ihrer jetzigen Form müssten die Zentralbankpräsidenten diese unterzeichnen und drei weitere, in Abschnitt III Punkte 2, 7 und 8 der Akte genannte Dokumente paraphieren:

- die Auszüge aus dem Protokoll der 35. Sitzung (8.12.69) des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten,
- das Abkommen zur Errichtung eines Systems des kurzfristigen Währungsbeistands unter den Zentralbanken der Mitgliedstaaten der EWG in der durch die Akten vom 8. Januar 1973, 12. März 1974, 13. Dezember 1977 und 13. März 1979 geänderten Fassung,
- den Anhang vom 9. Dezember 1980 über die jeder teilnehmenden Zentralbank zugewiesenen Schuldner- und Gläubigerquote sowie Gläubiger- und Schuldnerquote.

Die Zentralbankpräsidenten erklären sich mit den von den Stellvertretern vorgeschlagenen Vorkehrungen einverstanden und unterzeichnen die Akte über den Beitritt der Bank von Griechenland zum System des kurzfristigen Währungsbeistands.

VII. Vorsitz im Ausschuss

Der Vorsitzende erinnert daran, dass sein Mandat am 31. Dezember 1980 abläuft und deshalb ein neuer Vorsitzender nach Artikel 4 der Geschäftsordnung zu wählen ist. Bei Anwendung des Verfahrens, nach dem er selbst im November 1979 ernannt wurde, wäre Herr Richardson als neuer Vorsitzender vorgesehen. Er schlägt daher vor, diesen für das Kalenderjahr 1981 zum Vorsitzenden des Ausschusses zu ernennen. Es wäre indessen angezeigt, die Zeit bis zur nächsten Wahl eines neuen Vorsitzenden im Jahre 1981 zu nutzen, um dieses Verfahren, das einige Probleme aufwerfe, einer Revision zu unterziehen.

Herr Richardson erklärt, dass er den Vorsitz annehme, und dankt den Zentralbankpräsidenten für das Vertrauen, das sie ihm mit der Ernennung zum Ausschussvorsitzenden entgegenbringen. Er weist indessen darauf hin, dass er möglicherweise verhindert sein werde, die Sitzung im Januar 1981 zu leiten, und schlägt deshalb vor, dass Herr Hoffmeyer sein Mandat noch für einen weiteren Monat ausübt.

Der Ausschuss billigt diese Vorschläge und ernennt Herrn Richardson für die Zeit vom 1. Februar 1981 bis 31. Dezember 1981 zum Vorsitzenden.

Herr Richardson bringt Herrn Hoffmeyer gegenüber zum Ausdruck, wie sehr der Ausschuss die Tatkraft und Intelligenz bewundert habe, mit der dieser die Diskussionen des Ausschusses geleitet und gelenkt habe. Dem Vorsitz von Herrn Hoffmeyer sei es zu danken, dass das Jahr 1980 in punkto Zusammenarbeit und Verständigung ein grosser Erfolg gewesen sei.

VIII. Weitere Fragen innerhalb der Zuständigkeit des Ausschusses

1. Ernennung des Generalsekretärs des Ausschusses

Der Vorsitzende teilt dem Ausschuss mit, dass Herr Dr. Schleiminger wegen der verantwortungsvollen Aufgaben, die er demnächst als Generaldirektor der BIZ wahrnehmen wird, sein Amt als Generalsekretär des Ausschusses zum 31. Dezember 1980 niederlegen möchte. Im Namen des Ausschusses brachte er Herrn Dr. Schleiminger gegenüber die Wertschätzung und den Dank des Ausschusses für die von ihm für den Ausschuss geleistete Arbeit zum Ausdruck, ebenso wie das Bedauern über sein Ausscheiden aus diesem Kreis.

Als Nachfolger von Herrn Dr. Schleiminger im Amt des Generalsekretärs des Ausschusses schlägt der Vorsitzende Herrn Dr. Morelli, Generalsekretär der BIZ, vor.

Der Ausschuss folgt diesem Vorschlag und ernennt Herrn Dr. Morelli zu seinem Generalsekretär.

2. Ernennung des neuen Vorsitzenden der Arbeitsgruppe "Geldpolitik"

Der Vorsitzende erklärt, dass der Ausschuss einen Nachfolger für Herrn Bastiaanse als Vorsitzenden der Arbeitsgruppe "Geldpolitik" ernennen müsse. Die Nachfolge müsse einmal unter Berücksichtigung der Qualifizierung der einzelnen Kandidaten und andererseits mit Blick auf die Verteilung des Vorsitzes der drei Expertengruppen des Ausschusses unter den Zentralbanken beschlossen werden. Im Lichte eines mit den

interessierten Personen geführten Gedankenaustausches schlägt der Vorsitzende dem Ausschuss vor, Herrn Raymond, Beigeordneter Generaldirektor bei der Bank von Frankreich, für zwei oder drei Jahre zum Vorsitzenden der genannten Arbeitsgruppe zu ernennen.

Herr Pöhl stellt sich hinter den Vorschlag des Vorsitzenden und spricht sich für eine Zeit von drei Jahren aus.

Der Ausschuss folgt diesen Vorschlägen und ernennt Herrn Raymond für einen Zeitraum von drei Jahren ab 1. Januar 1981 zum Vorsitzenden der Arbeitsgruppe "Geldpolitik".

IX. Zeit und Ort der nächsten Sitzung

Die nächste Sitzung findet am Dienstag, dem 13. Januar 1981, um 10 Uhr in Basel statt.

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

NOVEMBER 1980

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 November sowie in den ersten Dezembertagen 1980.

I. ENTWICKLUNG DER WECHSELKURSE

Die Kursbewegungen des Dollars, des Pfund Sterling und des Yen prägten im November erneut das Geschehen an den Devisenmärkten. Alle drei Währungen wiesen erhebliche Tagesschwankungen auf. Während der Dollar seinen bereits vor dem Berichtszeitraum begonnenen Kursanstieg beschleunigt und definitiv fortsetzte, verzeichneten das Pfund Sterling und der Yen einen Tendenzumschwung mit Kursrückgängen beider Währungen an allen Plätzen. Das Kursgefüge der kontinentaleuropäischen Währungen erwies sich als stabiler. Insbesondere legten sich rasch die im Vormonat zwischen dem französischen Franken und der D-Mark aufgetretenen Spannungen.

Der Kursverlauf wurde weitgehend von Leistungsbilanzentwicklungen und effektiven oder erwarteten Veränderungen der internationalen Zinsunterschiede bestimmt. Der Einfluss der dadurch ausgelösten Kapitalbewegungen erwies sich oft als ausschlaggebend. Unter diesen Bedingungen beschränkten sich die Zentralbanken auf kursglättende Interventionen, ohne sich der vorherrschenden Grundtendenz zu widersetzen.

* Zentralbanken der EWG, Nowegens, Schwedens, der Schweiz, Japans, Kanadas und der USA.

Der Kurs des US-Dollars schwankte entsprechend der Entwicklung der Dollarzinsen und der verschiedenen für den Kursverlauf massgebenden Faktoren. Er verbesserte sich zu Beginn des Berichtszeitraums an fast allen europäischen Plätzen um etwa 2 1/2%, was dem Einfluss eines erneuten Anstiegs der Dollarzinsen und insbesondere der Rate für Federal funds von 13 3/4 auf 15 1/4% zuzuschreiben war. Zu Beginn der zweiten Novemberwoche blieb entgegen den Erwartungen der Marktteilnehmer eine Anhebung des Diskontsatzes aus. Gegen diesen Hintergrund wurde der Dollar am 10. November stark angeboten. Sein Kurs fiel kontinuierlich während des ganzen Tags, und diese Bewegung stoppte erst am folgenden Tag ungefähr 3 1/2% unter dem Vortagshöchststand, als sich der Markt dadurch verengte, dass am 11. November mehrere Bankplätze geschlossen waren.

In der Folge setzte sich dann erneut die Ueberzeugung durch, dass die US-Zinsen bald steigen würden. Die daraus resultierende Festigung des Dollars verstärkte sich noch, als der Federal Reserve Board beschloss, mit Wirkung vom 14. November den Diskontsatz um 1 Prozentpunkt anzuheben und einen Zinsaufschlag um 2 Prozentpunkte bei häufiger Inanspruchnahme von Zentralbankkredit einzuführen. Kurz darauf löste die Nachricht, das Wachstum der Geldmengenaggregate sei weniger stark als ursprünglich erwartet ausgefallen, einen Tendenzumschwung aus, der den Dollar in die Nähe seines am Monatsanfang verzeichnetes Niveau zurücksinken liess. Während der darauffolgenden Tage festigte sich der Dollar dann in dem Masse, wie die amerikanischen Zinsen wieder zu steigen begannen und die Federal-funds-Rate auf über 17% kletterte, vor allem gegenüber dem Pfund Sterling und dem Yen, die beide zuvor von umfangreichen Kapitalzuflüssen profitiert hatten. Gegenüber den Währungen des Europäischen Währungssystems beschränkte sich der Kursgewinn letztlich auf 1,25%. Gegenüber Anfang 1980 belief er sich auf 10%. Allerdings erreichte der Dollar nicht seine Höchstkurse von März/April dieses Jahres.

Die im Oktober innerhalb des Europäischen Währungssystems aufgetretenen Spannungen hielten während der ersten Novembertage an. Die D-Mark und der belgische Franken verharrten in ihren dem französischen Franken und holländischen Gulden entgegengesetzten Positionen, und die Zentralbanken sahen sich zu Interventionen an den Limitkursen veranlasst. Danach entspannte sich jedoch die Lage: die Kursspanne zwischen dem französischen Franken einerseits und der D-Mark und dem belgischen Franken andererseits verengte sich auf 1,50 bzw. 1,75%. Hingegen betrug der Abstand des Guldens zum belgischen Franken weiterhin fast 2,25%.

Gleichzeitig näherten sich die dänische Krone und das irische Pfund, die sich zu Beginn des Berichtszeitraums in der Mitte des gemeinschaftlichen Bandes aufgehalten hatten, im ersteren Fall den festeren und im zweiten den schwächeren Währungen an. Diese unterschiedlichen Bewegungen fanden ihren Niederschlag in einer Veränderung der Divergenzindikatoren. Die Indikatorwerte für den französischen Franken und die D-Mark bildeten sich deutlich zurück, während die Divergenz der dänischen Krone und des irischen Pfundes zunahm und die des Guldens und des belgischen Frankens praktisch unverändert blieb.

Angesichts eines Anschwellens der den französischen Franken begünstigenden Kapitalzuflüsse beschlossen die französischen Behörden am 7. November eine Senkung des Zinses für Zentralbankinterventionen am Geldmarkt um 0,50 Prozentpunkte und die Einführung einer 5prozentigen Mindestreserve auf Einlagen Gebietsfremder. Daraufhin löste sich der französische Franken allmählich vom oberen Rand des gemeinschaftlichen Bandes. Der Zinsauftrieb in einigen anderen Ländern während der zweiten Novemberhälfte trug dazu bei, dass diese Entwicklung anhielt. Um diese Entwicklung im Griff zu behalten, gab die Bank von Frankreich gelegentlich D-Mark an den Markt ab.

Die D-Mark bekam weiterhin die Folgen des Drängens in Währungen mit höherer Rendite zu spüren, wobei vor allem in der ersten Novemberwoche umfangreiche Interventionen in französischen Franken und in Dollar zu ihren Gunsten vorgenommen wurden. In der Folge profitierte die deutsche Währung von einem Stimmungsumschwung im Anschluss an die Massnahmen der französischen Behörden. Die einsetzende festere Tendenz der D-Mark wurde dadurch begünstigt, dass in der zweiten Novemberwoche im Ausland, insbesondere in den USA, die Zinsen vorübergehend zurückgingen. In den darauffolgenden Tagen, als die Zinsen ausserhalb Deutschlands die entgegengesetzte Richtung nahmen und die New Yorker Notenbank ihre D-Mark-Käufe zur Regulierung der Schwankungen ihrer eigenen Währung fortsetzte, konnte die D-Mark ihre Kursverbesserung halten. Ende November war sie ungefähr 0,30% von ihrem unteren Interventionspunkt gegenüber dem Gulden und 3/4% von ihrem Limitkurs gegenüber dem französischen Franken entfernt.

Der holländische Gulden blieb die stärkste Währung im Europäischen Währungssystem. Die für Interventionen zugunsten der D-Mark und anschliessend des belgischen Frankens eingesetzten Guldenbeträge waren indessen nicht sehr bedeutend. Der Dreimonatssatz für Gulden am Euromarkt lag mit fast 10% weiterhin geringfügig über jenem für D-Mark.

Die italienische Lira wies eine relativ stabile Haltung auf. Gleichwohl vergrösserte sich ihr Abstand zum Gulden leicht und beträgt gegenwärtig $3 \frac{3}{4}\%$.

Der Schweizer Franken hat insgesamt eine den EWS-Währungen analoge Entwicklung genommen. Gegenüber der D-Mark veränderte er sich praktisch nicht, und gegenüber dem US-Dollar büsste er $1 \frac{1}{4}\%$ an Wert ein. Seit Anfang des Jahres beträgt sein Kursverlust gegenüber der amerikanischen Währung 8% und gegenüber seinem absoluten Höchststand von 1978 16%.

Das Pfund Sterling verzeichnete sowohl in New York als auch auf den europäischen Märkten kräftige Kursschwankungen in Erwartung einer bevorstehenden Senkung des Mindestausleihesatzes der Bank von England. Während das Pfund in den ersten Novembertagen weiter im Kurs stieg, kehrte sich dann diese Tendenz ziemlich unvermittelt in Erwartung eines entsprechenden Beschlusses um. Als dieser dann am 24. November erfolgte, war er bereits sowohl am Geldmarkt wie am Devisenmarkt vorweggenommen worden. Damit hatte sich eine Kursentwicklung umgekehrt, die in den vorangegangenen Wochen den Pfundkurs auf ein seit vielen Jahren nicht mehr erreichtes Niveau hatte steigen lassen. Innerhalb eines Monats büsste das Pfund fast $3 \frac{1}{2}\%$ an Wert gegenüber dem Dollar und nahezu $2 \frac{1}{4}\%$ gegenüber den EG-Währungen ein. Sein effektiver Aussenwert bildete sich von 79,4 (Ende Oktober) auf 77,5 (Ende November) zurück, nachdem er zwischenzeitlich einen Höchststand von 80,4 erreicht hatte. Anfang dieses Jahres lag er bei 70, woraus sich erhellt, dass die zuvor verzeichnete Aufwertung zum grössten Teil erhalten blieb. Dem Zinsrückgang in Grossbritannien stand ein Zinsanstieg unterschiedlichen Ausmasses an den anderen Plätzen gegenüber. Insbesondere das Zinsgefälle am Euromarkt zwischen dem Dollar und dem Pfund weitete sich bei Dreimonatsgeldern auf 4,50% zuungunsten der britischen Währung aus. Die angesichts dieser Voraussetzungen widerstandsfähige Haltung des Pfundes am Monatsende zeigt, dass dieses von der britischen Erdölgewinnung in der Nordsee und von der günstigen Zahlungsbilanzentwicklung Grossbritanniens profitiert.

Die schwedische Krone liess erneut Schwächetendenzen erkennen. Ihr effektiver Aussenwert konnte nur durch erhebliche Dollarabgaben seitens der Schwedischen Reichsbank nahe dem Wert 100, dem Niveau von August 1977, gehalten werden. Gegenüber dem Dollar verlor die schwedische Krone im November 1,50% an Wert, womit sich ihr Rückgang seit Anfang des Jahres auf 4% beläuft.

Weder die Diskontsatzsenkung noch die Herabsetzung der Mindestreserven durch die Bank von Japan Anfang November haben den Yen nennenswert in Mitleidenschaft gezogen, wobei freilich zu bedenken ist, dass diese Massnahmen bereits seit einiger Zeit erwartet worden waren. Hingegen schwächte er sich in der letzten Novemberwoche auf allen Märkten ab. Gegenüber dem Dollar beläuft sich sein Kursrückgang im gesamten Monat auf 2,25%. Die Lockerung der Devisenkontrollen zum 1. Dezember wird es den Japanern ermöglichen, vermehrt die Möglichkeit der Kapitalanlage in Fremdwährungen mit hoher Rendite zu nutzen. Gleichwohl ist der Yen zusammen mit dem Pfund Sterling die einzige Währung, die sich dieses Jahr gegenüber dem US-Dollar aufwertete. In der Tat beträgt sein Kursanstieg in New York 10 1/2%. Gegenüber den EWS-Währungen hat er seit dem 1. Januar 1980 im Mittel über 22% an Wert gewonnen.

II. INTERVENTIONEN IN US-DOLLAR

Die Interventionen in US-Dollar hatten ein geringeres Volumen als im Vormonat. Die Käufe betragen insgesamt nur \$ 1,5 Mrd., während sich die Verkäufe auf \$ 2,5 Mrd. beliefen. Per saldo gaben die Zentralbanken demnach \$ 1 Mrd. an den Markt ab.

Die Bank von England, die Schwedische Reichsbank, die Bank von Kanada und die Federal Reserve intervenierten am meisten in beiden Richtungen.

Ein Blick auf die Netto-Interventionen der verschiedenen Zentralbanken zeigt, dass die Bank von Italien und die Bank von Norwegen die bedeutendsten Käufer waren, während die Deutsche Bundesbank, die Bank von Kanada, die Federal Reserve Bank von New York und die Schwedische Reichsbank die höchsten Nettoverkäufe tätigten. Die Dollarverkäufe der Federal Reserve Bank von New York erfolgten sämtlich gegen DM. Diese DM dienten zur Abdeckung der Leerposition in DM, die bei der Verwendung des Erlöses aus DM-Schuldverschreibung eingegangen worden war.

III. INTERVENTIONEN IN EUROPÄISCHEN WÄHRUNGEN

Die relativ zahlreichen Interventionen in europäischen Währungen konzentrierten sich auf die erste Novemberwoche. Insgesamt beliefen sie sich auf umgerechnet \$1,4 Mrd.

Sie fanden überwiegend, d.h. zu 90%, am Interventionspunkt des französischen Frankens und - in zweiter Linie - des Guldens statt. Dabei handelte es sich zu über 90% um Interventionen zugunsten der D-Mark, die über den EFWZ finanziert wurden. Die übrigen, zugunsten des belgischen Frankens getätigten Interventionen waren Gegenstand eines sofortigen Saldenausgleichs durch Ueberlassung von ECU.

Die restlichen Interventionen, also 10% des Gesamtvolumens, betrafen während der zweiten Novemberhälfte innerhalb der Bandbreite gegen französische Franken getätigte D-Mark-Abgaben. Der Erlös aus diesen Interventionen diente der Deutschen Bundesbank in erster Linie zur Verringerung ihrer Schulden beim EFWZ.

* * *

Auch in der ersten Dezemberwoche setzte sich die Aufwertungs-tendenz des US-Dollars insgesamt gesehen fort. Sie verstärkte sich am Freitag, nachdem die amerikanischen Behörden den Basisdiskontsatz von 12 auf 13% und den Zinsaufschlag für die häufige Inanspruchnahme des Zentralbankkredits von 2 auf 3% heraufgesetzt hatten. Der Dollar gewann gegenüber den EWS-Währungen durchschnittlich 1,50% an Wert, ebenso gegenüber dem Schweizer Franken sowie der schwedischen und der norwegischen Krone.

Das Pfund Sterling wies eine widerstandsfähige Haltung auf und büsste gegenüber dem Dollar nur 0,80% an Wert ein.

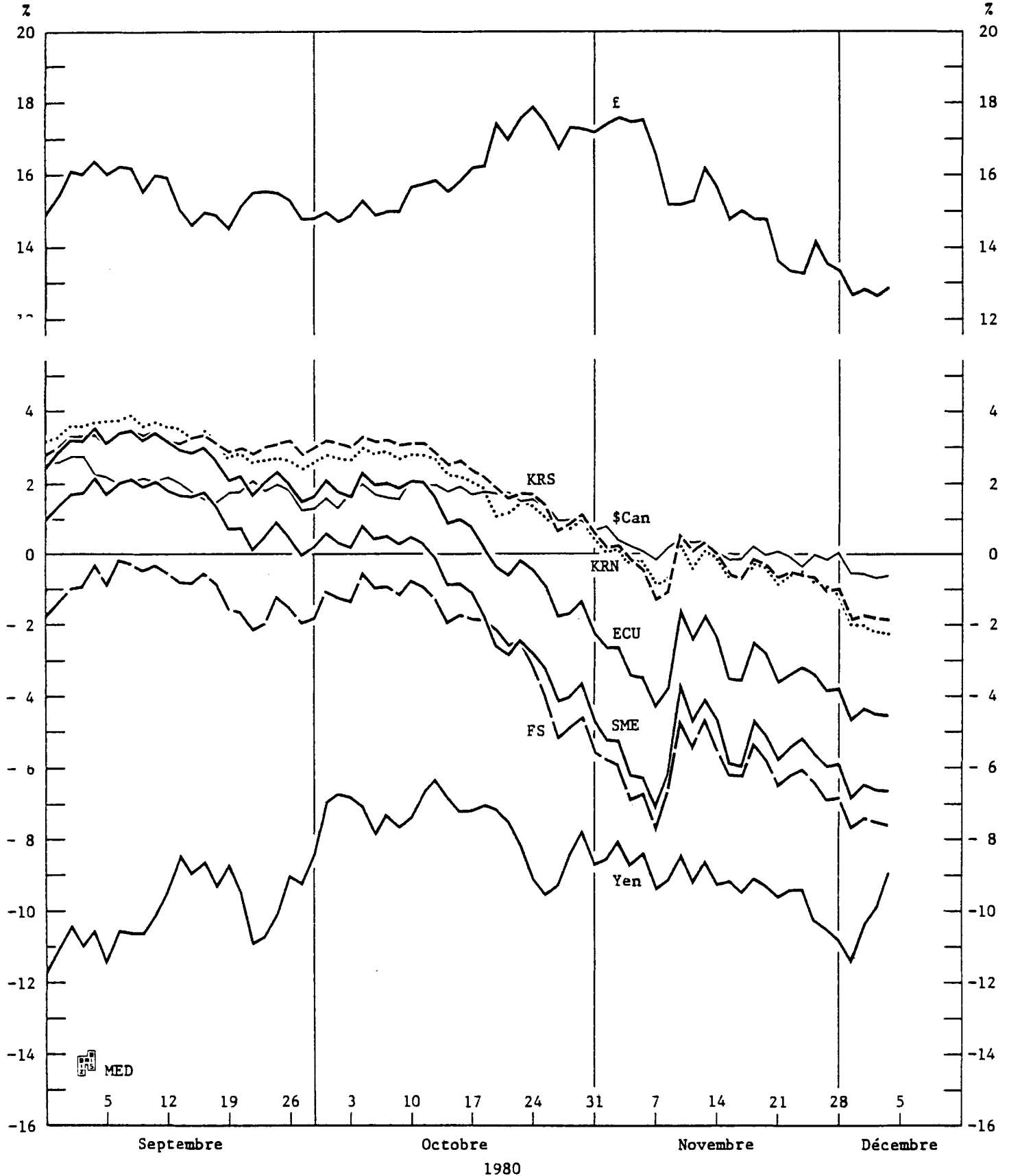
Einzig der Yen gab kein Terrain an den Dollar preis. Vielmehr wertete er sich um 2% auf, womit sein Kursrückgang vom November zum grössten Teil wieder rückgängig gemacht wurde.

Innerhalb des EWS haben sich die Kursrelationen kaum verändert. Allerdings hat sich der französische Franken dem Gulden genähert und ist von diesem nur noch 1/4% entfernt. Die Kursspanne zwischen dem belgischen Franken und dem Gulden blieb bei nahe 2,25% und erreichte mehrfach diesen Wert, ging dann jedoch am Ende der Woche auf etwas über 2% zurück.

Die Federal Reserve gab weitere \$ 0,7 Mrd. gegen D-Mark ab, während sich die von den anderen Zentralbanken in beiden Richtungen getätigten Dollarinterventionen nahezu ausglich. Hierbei erreichten die Käufe der Banca d'Italia und die Verkäufe der Schwedischen Reichsbank die höchsten Beträge.

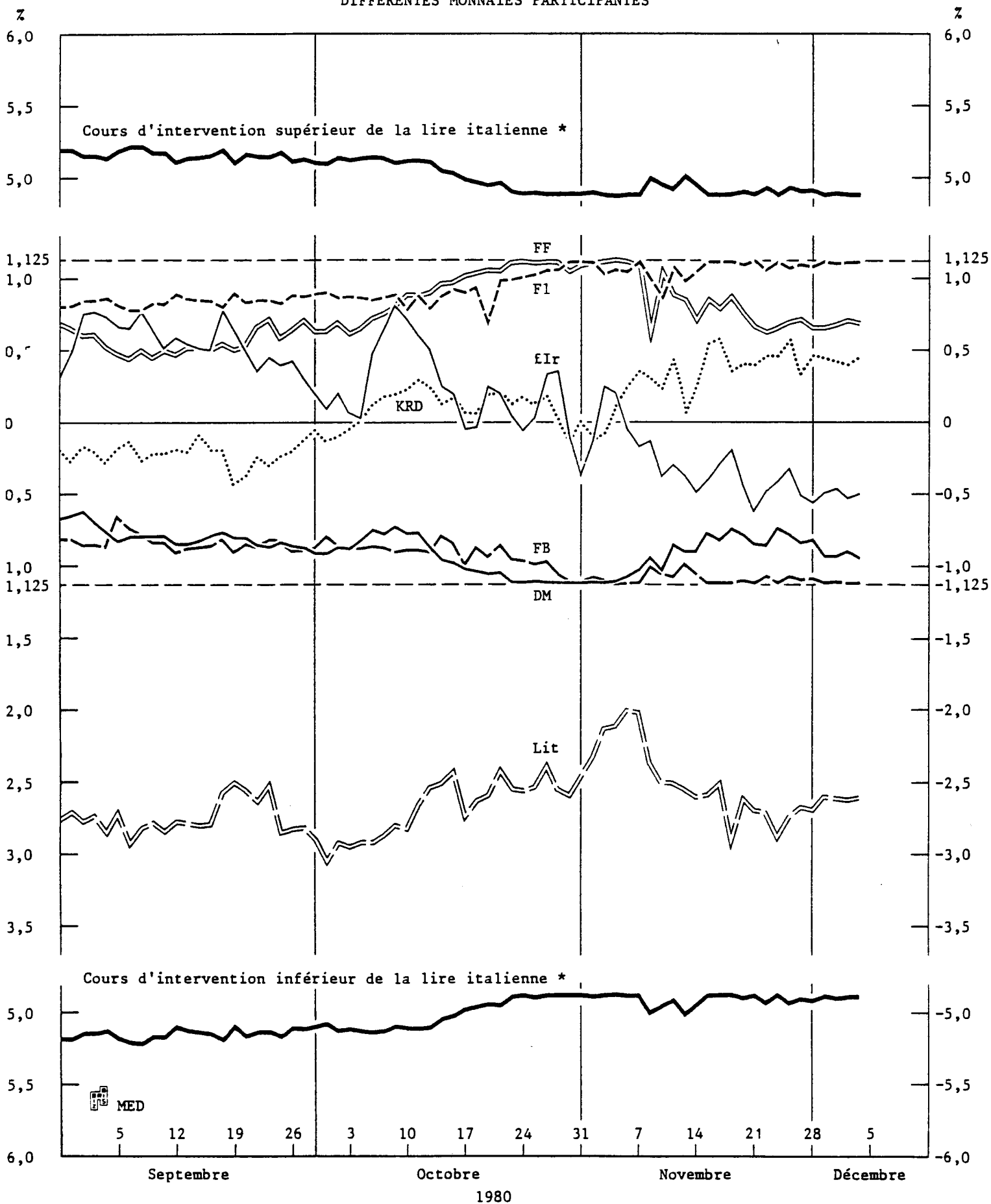
Innerhalb des EWS beliefen sich die Interventionen in europäischen Währungen auf umgerechnet \$ 160 Mio. Sie bestanden zu etwas mehr als 50% aus Interventionen zugunsten des belgischen Frankens am Interventionspunkt des Guldens und im übrigen aus D-Mark-Käufen der Bank von Frankreich innerhalb der Bandbreite.

EVOLUTION DE L'ECU, DU COURS MEDIAN DES MONNAIES PARTICIPANT AU SME
 ET DES MONNAIES DES AUTRES BANQUES CENTRALES PARTICIPANT A LA
 CONCERTATION SUR LA BASE DES COURS RELEVES LE 28 DECEMBRE 1978
 VIS-A-VIS DU \$EU *



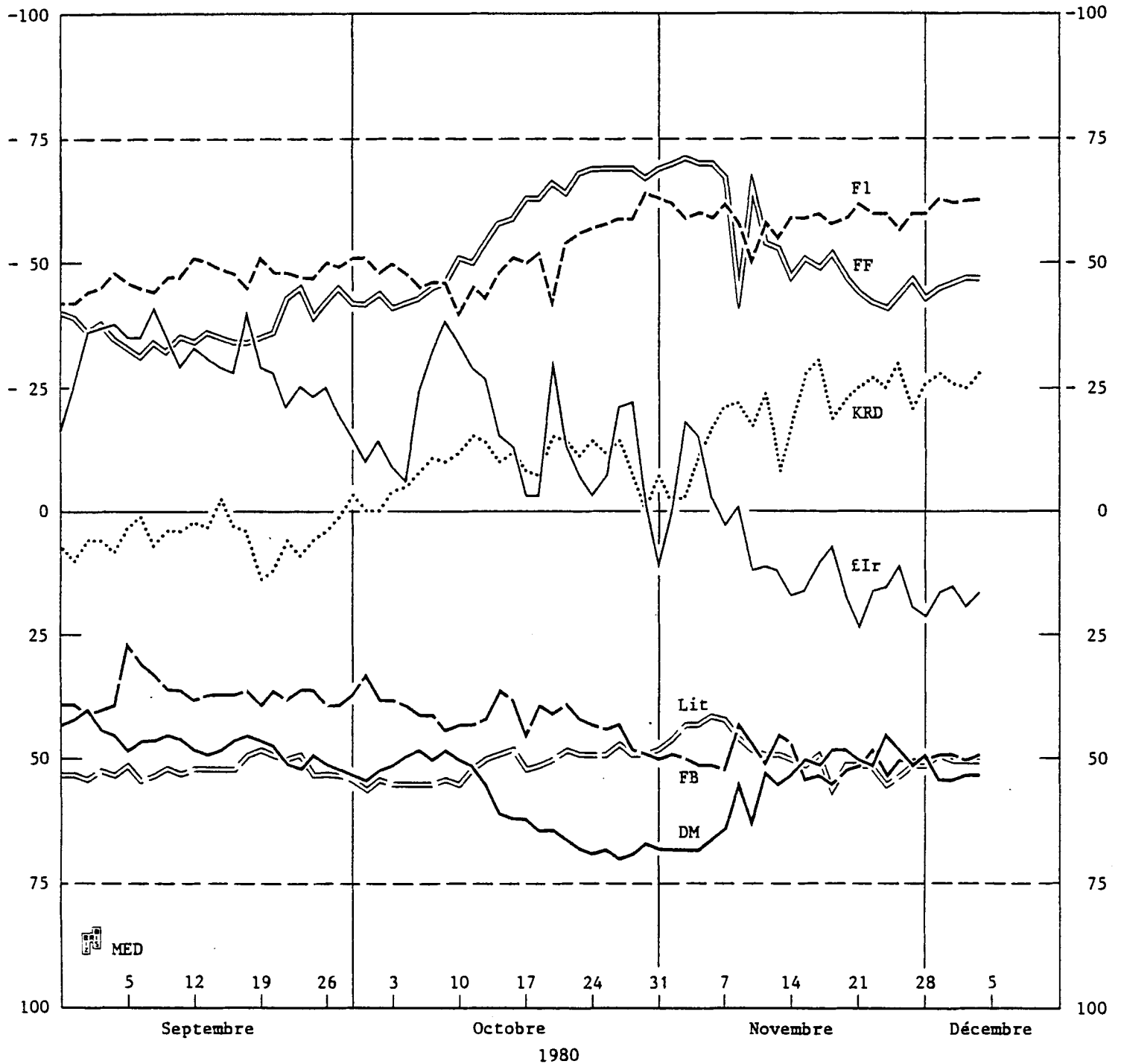
* ECU 1,37773; £ 0,48040; \$Can 1,18652; FS 1,6215; KRS 4,2850; KRN 4,9910; Yen 193,30; cours médian des monnaies participant au SME 1,3806. Le cours médian des monnaies participant au SME représente la moyenne journalière des cours des deux monnaies à marge de fluctuation de 2,25%, exprimés en dollar EU, qui se sont éloignées 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 OFFICIELS DE L'ECU DANS LES
 DIFFERENTES MONNAIES PARTICIPANTES



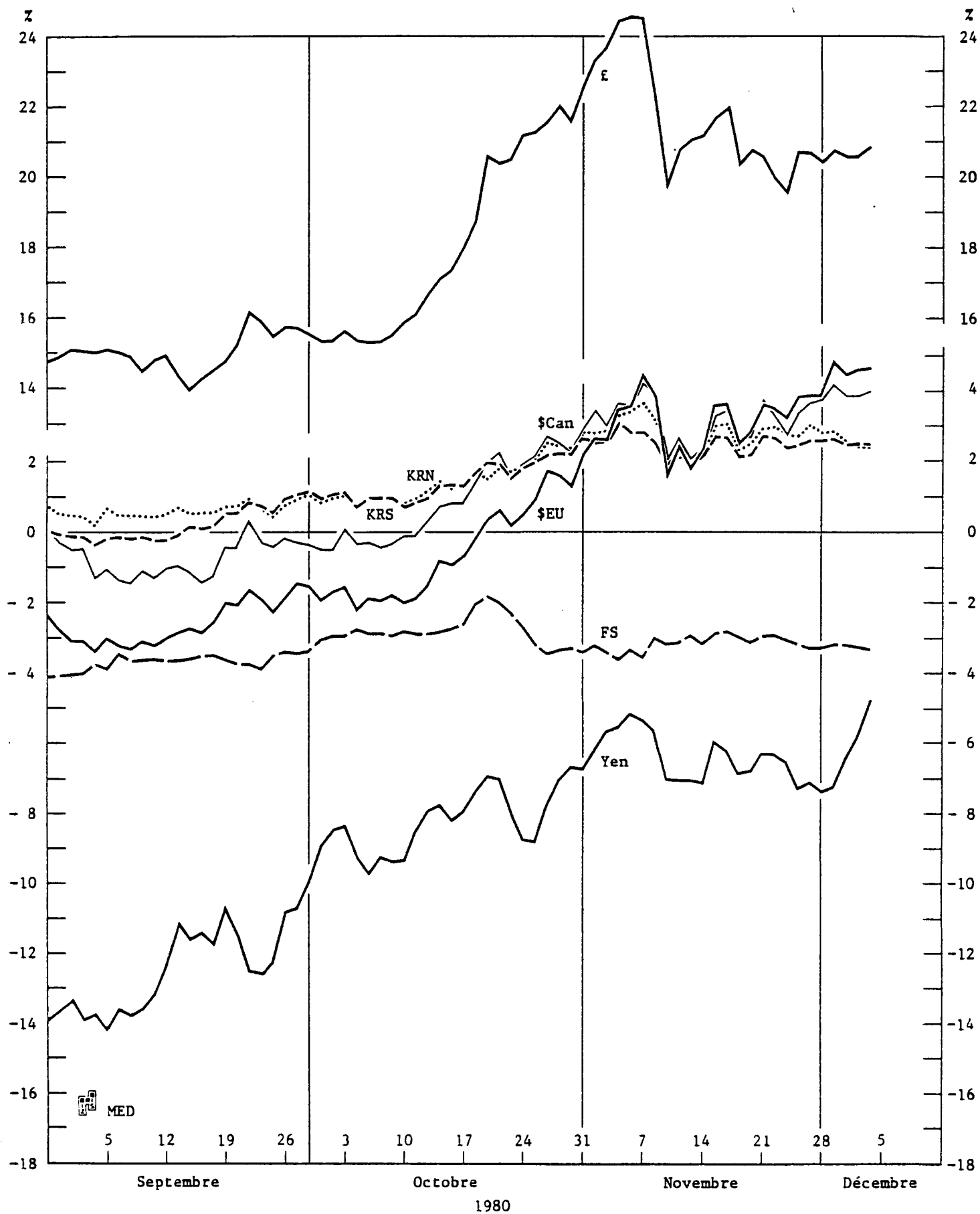
* Les cours d'interventions supérieur et inférieur de la lire italienne représentent l'écart maximal théorique par rapport à la monnaie la plus faible respectivement la plus forte dans la bande de fluctuation étroite de + 2.25%.

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 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 ET DES MONNAIES TIERCES DES BANQUES
CENTRALES PARTICIPANT A LA CONCERTATION PAR RAPPORT A L'ECU
SUR LA BASE DES COURS DU MARCHÉ RELEVÉS LE 28 DECEMBRE 1978 *



* £ 0,677119; \$Can 1,63377; FS 2,23280; KRS 5,88910; KRN 6,88210; Yen 266,000; \$EU 1,37773.

4 décembre 1980