

Vertraulich
Uebersetzung

PROTOKOLL* DER 151. SITZUNG DES
AUSSCHUSSES DER PRAESIDENTEN DER ZENTRALBANKEN
DER MITGLIEDSTAATEN DER EUROPÄISCHEN WIRTSCHAFTSGEMEINSCHAFT
BASEL, DIENSTAG, 13. JANUAR 1981, 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 und Rieke; der Gouverneur der Bank von Griechenland, Herr Zolotas, begleitet von den Herren Chalikias und Papaefstratiou; der Gouverneur der Banque de France, Herr de la Genière, begleitet von den Herren Lefort und Waitzenegger; der Gouverneur der Central Bank of Ireland, Herr Murray, 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 und Boot; Herr Loehnis, Associate Director der Bank of England, begleitet von Herrn Balfour; der Vizepräsident der Kommission der Europäischen Gemeinschaften, Herr Ortoli, begleitet von den Herren Padoa-Schioppa, Boyer de la Giroday und Kees; der Kommissar für die Bankenaufsicht des Grossherzogtums Luxemburg, Herr Jaans. Zugegen ist ferner der Vorsitzende der Expertengruppe, Herr Heyvaert. Ebenfalls anwesend sind der Generalsekretär des Ausschusses, Herr Morelli, und sein Beigeordneter, Herr Bascoul, sowie die Herren Scheller und Mortby und die Herren Lamfalussy, Dealtry, Dagassan und Baer.

Der Vorsitzende eröffnet die Sitzung und heisst Herrn Morelli als Nachfolger von Herrn Schleiminger in dessen Eigenschaft als Generalsekretär des Ausschusses willkommen.

* Endgültige, in der Sitzung vom 10. Februar 1981 gebilligte Fassung, die gegenüber dem Entwurf nur einige Aenderungen redaktioneller Art aufweist.

I. BILLIGUNG DES PROTOKOLLS DER 150. SITZUNG

Der Ausschuss billigt einstimmig das Protokoll der 150. Sitzung vom 9. Dezember 1980 vorbehaltlich einiger Aenderungen redaktioneller Art, die im endgültigen Text berücksichtigt werden.

II. ENTWICKLUNG DER DEWISENMÄRKTE DER AN DER KONZERTATION BETEILIGTEN LÄNDER IM DEZEMBER 1980 UND IN DEN ERSTEN JANUARTAGEN 1981; VORLAGE DES BERICHTS AN DIE FINANZMINISTER DER EWG-LÄNDER UND VERABSCHIEDUNG DIESES BERICHTS DURCH DEN AUSSCHUSS; UEBERPRUEFUNG DES FUNKTIONIERENS DER INNERGEMEINSCHAFTLICHEN KONZERTATION

Herr Heyvaert fasst kurz die wesentlichen Punkte des dem Protokoll beigefügten Berichts zusammen und kommentiert sie. Ausserdem macht Herr Heyvaert einige Anmerkungen zur Gesamtentwicklung des Jahres 1980. Diese war von ziemlich heftigen Schwankungen des US-Dollars, des Yen und des Pfund Sterling geprägt. Im Laufe des Jahres 1980 stieg der US-Dollar gegenüber den am Wechselkursmechanismus des EWS beteiligten Währungen um durchschnittlich rund 12%; im Verhältnis zu anderen Drittwährungen hat sich die amerikanische Währung entweder in bescheidenerem Umfang verbessert (um 11% gegenüber dem Schweizer Franken und um 5% gegenüber der norwegischen und der schwedischen Krone) oder verschlechtert (um 15 bzw. 7% gegenüber dem Yen und dem Pfund Sterling). Der Wertgewinn des Yen im Verhältnis zu den Währungen des Wechselkursmechanismus des EWS beträgt im Durchschnitt knapp 30%, womit der 1979 verzeichnete Rückgang mehr als aufgeholt wurde; derjenige des Pfund Sterling erreicht fast 20%.

Das Funktionieren des EWS kann als sehr zufriedenstellend bezeichnet werden, insbesondere wenn man berücksichtigt, dass einerseits die Wechselkurse der Drittwährungen, insbesondere des Dollars, starke Schwankungen aufwiesen und andererseits die Konvergenz der Wirtschaftspolitik der einzelnen Länder innerhalb des EWS noch sehr unvollkommen ist. Spannungen sind nur im März und im Herbst aufgetreten und dank der Entschlossenheit der Behörden der Länder der betroffenen Währungen beseitigt worden.

Während des ganzen Jahres 1980 nahmen der französische Franken und der holländische Gulden eine Position an der Spitze des Paritätengitters

ein, während der Kurs der italienischen Lira, der sich noch im ersten Quartal durch sehr grosse Festigkeit ausgezeichnet hatte, im Verlauf des zweiten Quartals erheblich nachgab und sich seither auf einem Niveau von 3 1/2 bis 4% unterhalb der stärksten Währung des Wechselkursmechanismus stabilisierte. Die D-Mark, die sich bis Mitte Mai meistens in der Mitte des gemeinschaftlichen Bandes befunden hatte, gesellte sich danach dem belgischen Franken zu, der fast das ganze Jahr hindurch die schwächste Währung war. Die dänische Krone nahm nahezu sämtliche Positionen ein, doch befand sie sich seit Juli eher im oberen Teil des gemeinschaftlichen Bandes. Das irische Pfund, das noch im ersten Quartal zu den schwächsten Währungen des Wechselkursmechanismus gehört hatte, festigte sich in der Folge. Im Laufe der letzten zwei Monate des Jahres 1980 glitt es jedoch in den unteren Teil des Paritätengitters des EWS ab.

Im Jahr 1980 erreichte nur eine einzige Währung die Abweichungsschwelle, und zwar der belgische Franken, und dies nur ein- bis zweimal im März. Der französische Franken, der holländische Gulden und die D-Mark gehörten zu den Währungen, die sich gelegentlich am stärksten ihren Schwellen - die ersten zwei der oberen, die dritte der unteren - näherten, ohne sie jedoch zu erreichen.

Wie aus der den Mitgliedern des Ausschusses übergebenen Spezialtabelle ersichtlich wird, beliefen sich die Interventionen in Gemeinschaftswährungen auf umgerechnet US-\$ 8,6 Mrd., wovon 55% intramarginale Interventionen darstellten, während die restlichen 45% an den Interventionspunkten stattfanden. Die Interventionen in Gemeinschaftswährungen waren zu rund 30% Gegenstand einer sehr kurzfristigen Finanzierung und zu 37% einer Barzahlung mittels ECU-Ueberweisung; der Restbetrag entfällt im wesentlichen auf D-Mark-Käufe seitens der Banque de France und, in geringerem Umfang, der Nederlandsche Bank. Der Erlös aus diesen Anschaffungen wurde den Reserven dieser zwei Zentralbanken zugeführt.

Die Interventionen in Dollar (einschliesslich derjenigen der Federal Reserve Bank von New York gegen europäische Währungen) erreichten 18 Mrd. bei den Käufen und 30 Mrd. bei den Verkäufen.

Unter Einschluss der Interventionen in Gemeinschaftswährungen stellten sich die Verkäufe dieser Währungen insgesamt auf umgerechnet US-\$ 26,6 Mrd. und die Käufe insgesamt auf US-\$ 38 Mrd. Die bedeutendsten Nettokäufe entfallen auf die D-Mark (14 Mrd.), den belgischen Franken

(3,7 Mrd.) und die italienische Lira (3,3 Mrd.), während die höchsten Nettoverkäufe in französischen Franken (7,1 Mrd.), in holländischen Gulden (1,6 Mrd.) und in Pfund Sterling (2,2 Mrd.) getätigt wurden.

Herr Gleske fügt hinzu, dass mit den D-Mark-Käufen seitens der Federal Reserve Bank von New York auch bezweckt wurde, die D-Mark-Verbindlichkeiten der USA abzubauen bzw. für die Rückzahlung von Verbindlichkeiten mit späterer Fälligkeit Guthaben in dieser Währung anzulegen. So wurden DM 5 Mrd. dazu verwendet, die aufgrund der früheren Ziehungen auf die Swap-Fazilität mit der Deutschen Bundesbank entstandene Schuld zu tilgen; der Rest entspricht im wesentlichen dem D-Mark-Betrag, der für die Rückzahlung der erstmals am 1. Dezember 1981 fällig werdenden "Carter bonds" benötigt wird. Die offene Position in D-Mark aufgrund der Verwendung des Erlöses aus diesen Titeln konnte auf die Weise gedeckt werden. Die D-Mark-Guthaben der Federal Reserve wurden indessen nur zum Teil bei der Deutschen Bundesbank plaziert. Tatsächlich wurde ein Betrag von DM 4,5 Mrd. in Schuldscheinen der deutschen Bundesregierung und ein Teil bei der BIZ angelegt.

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

III. KOORDINIERUNG DER WECHSELKURSPOLITIK DER EWG-NOTENBANKEN
GEGENUEBER DEM DOLLAR: GEDANKENAUSTAUSCH UEBER DAS
VERHALTEN DER WICHTIGSTEN WAEHRUNGEN, INSBESONDERE DES
DOLLARS, AUF DER GRUNDLAGE DER IN DIESER SITZUNG VON HERRN
LAMFALUSSY VORGETRAGENEN UEBERLEGUNGEN

A. Referat von Herrn Lamfalussy

Ausgehend von den beiliegenden Grafiken, die den Teilnehmern der Sitzung des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten in Basel ausgehändigt worden waren, hält Herr Lamfalussy das nachstehend zusammengefasste Referat.

1. Die jüngste Kursentwicklung des Dollars gegenüber den europäischen Währungen

Die Grafiken 2a bis 2g zeigen die Entwicklung der Kassa- und Terminkurse des US-Dollars gegenüber den einzelnen Gemeinschaftswährungen (wobei der Terminkurs implizit auf der Basis der Zinsparitäten an den Euromärkten berechnet wird) ebenso wie die Entwicklung der Zinsdifferenzen zwischen den USA und jedem einzelnen EWG-Land. Aus diesen Grafiken erhellt ein ziemlich ausgeprägter Kontrast zwischen 1979 und 1980. Waren während des gesamten Jahres 1979 die Kursschwankungen des US-Dollars gegenüber den europäischen Währungen negativ korreliert mit der Veränderung der Zinsdifferenzen (z.B. vergrößerte sich von Juni bis Dezember 1979 tendenziell die Zinsdifferenz zwischen dem US-Dollar und der D-Mark, während sich der Dollar gegenüber der D-Mark beständig im Kurs abschwächte), so ist seit Februar 1980 eine ausgeprägte positive Korrelation erkennbar. Diese Feststellung gilt für alle Länder der Gemeinschaft mit Ausnahme von Grossbritannien (vgl. nachstehend).

Die positive Korrelation zwischen den Wechselkursen des Dollars gegenüber den EWS-Währungen und den Zinsdifferenzen zwischen den USA und Europa dürfte ihre Erklärung in einer radikalen Aenderung der Wechselkurs-erwartungen finden. Tatsächlich scheint die Situation seit März 1980 von unsicheren Erwartungen oder sogar durch das Fehlen eindeutiger Erwartungen in der einen oder anderen Richtung gekennzeichnet zu sein. Diese Feststellung wird durch die Grafiken 2a und 2b bestätigt, aus denen erhellt, dass der Terminkurs des US-Dollars zur D-Mark und zum französischen Franken seit März 1980 mehr oder weniger stabil geblieben ist. Die herkömmliche Erwartung eines schwachen Dollars und einer starken D-Mark wurde demnach 1980 getrübt.

Bei der Frage nach den eigentlichen Gründen für diese Aenderung der Erwartungen ist zunächst zu erwähnen, dass die USA seit Oktober 1979 ein neues Verfahren der Geldmengensteuerung anwenden. Die Märkte hatten Schwierigkeiten bei der Deutung der monetären Entwicklung, und wenn die neuen monetären Techniken auch nicht das Vertrauen in den Dollar wiederherstellen konnten, so haben sie doch tendenziell die Erwartungen verunsichert und ein Klima der Ungewissheit geschaffen, das noch durch den bevorstehenden Amtsantritt der neuen Administration verstärkt wurde. Gleichzeitig haben

das deutsche Leistungsbilanzdefizit und einige politische Faktoren auf dem Kurs der D-Mark gelastet. Gleichwohl ist die Erinnerung an eine starke Mark noch ziemlich gegenwärtig, so dass eine grosse Unsicherheit hinsichtlich der weiteren Entwicklung ihres Aussenwertes besteht.

Hingegen erklärt sich die negative Korrelation zwischen den Kursen von US-Dollar und Pfund Sterling mit der Erwartung einer Fortsetzung des Kursanstiegs des Pfund Sterling - eine Erwartung, die auf den folgenden Bestimmungsgründen beruht: Kurs der Wirtschafts- und der Währungspolitik in Grossbritannien, dessen Position als Erdölproduzent sowie die Persönlichkeit der Premierministerin.

2. Der Einfluss der Kursentwicklung des US-Dollars auf das Funktionieren des EWS

Wie von Herrn Heyvaert bereits erwähnt, haben die starken Kursschwankungen des US-Dollars keine starken Spannungen im Wechselkursgefüge des EWS ausgelöst. Allerdings haben sich die meisten am EWS-Wechselkursverband teilnehmenden Währungen seit März 1980 gegenüber der D-Mark aufgewertet, während sich die zugunsten dieser Währungen bestehenden Zinsdifferenzen erheblich verringert haben (vgl. die Grafiken 4 und 5a, b, c, d).

Diese Situation ist Ausdruck stark veränderter Wechselkurs-erwartungen insbesondere gegenüber der D-Mark; sie bestätigt: solange die D-Mark nicht am oberen Rand des Währungsbandes ist, stellt die Kursentwicklung des Dollars kein Problem für die Wechselkursbeziehungen innerhalb des EWS dar. Hingegen haben die erratischen Schwankungen und das sehr hohe Niveau der amerikanischen Zinsen die Binnenwirtschaft der EWG-Länder in Schwierigkeiten gebracht und in einigen Fällen die realen Zinsen auf einen hohen positiven Wert steigen lassen. Es erscheint indessen wenig wahrscheinlich, dass sich die amerikanische Geldpolitik in nennenswertem Umfang ändern wird, so dass weiter mit hohen und ausgeprägt schwankenden Zinsen zu rechnen ist.

3. Schlussfolgerungen

Neu war 1980 also die Stabilisierung oder Unbestimmtheit der Wechselkurserwartungen, die der Korrelation auf der Basis der Zinsdifferenzen zum Durchbruch verhalf.

Dieses Phänomen der klaren/unbestimmten Erwartungen ist freilich eher die Ausnahme als die Regel und stellt ein "unstabiles Gleichgewicht" dar, das in einem System schwankender Wechselkurse nicht von langer Dauer sein kann.

Hinsichtlich der künftigen Entwicklung sind zwei Szenarien denkbar:

Nach dem ersten Szenarium könnte sich gegenüber dem US-Dollar eine optimistische Einschätzung vor allem dann einstellen, wenn die amerikanische Geldpolitik konservativ bleibt und den Markt zu einer günstigen Beurteilung veranlasst und wenn sich bei den grundlegenden Faktoren ein Rückgang der Inflationsrate zeigt. Diese Tendenz würde in dem Masse bestärkt werden, wie sich pessimistische Erwartungen hinsichtlich der künftigen Entwicklung der deutschen Leistungsbilanz sowie politische Faktoren weiterhin belastend für den Kurs der D-Mark auswirkten. Eine solche Situation würde den Zusammenhalt der Währungen im EWS nicht gefährden, wie die Erfahrung des Jahres 1980 gezeigt hat. Sie würde jedoch entweder zu einer Abwertung sämtlicher EWS-Währungen gegenüber dem US-Dollar führen und damit über höhere Einfuhrpreise die Inflation verstärken oder die am EWS teilnehmenden Länder zwingen, ein sehr hohes (insbesondere reales) Zinsniveau beizubehalten, um einer Abwertung ihrer Währungen vorzubeugen, oder - wahrscheinlich - beide Entwicklungen gleichzeitig einleiten.

Nach dem zweiten Szenarium könnte eine Situation eintreten, wie sie in den siebziger Jahren zu beobachten war, sofern sich einerseits das Inflationstempo in den USA verschärft und der geldpolitische Kurs ändert und es andererseits Deutschland gelingt, seine Leistungsbilanz wieder ins Lot zu bringen. Trifft dies ein, so wären erneute Spannungen im EWS nicht auszuschliessen.

B. Diskussion des Ausschusses

Der Vorsitzende dankt Herrn Lamfalussy für sein interessantes Referat. Persönlich sei er weniger pessimistisch hinsichtlich der Beständigkeit des derzeitigen Gleichgewichts. In der Tat seien die starken Fluktuationen im kurzfristigen Kapitalverkehr in den siebziger Jahren der destabilisierendste Faktor für die Wechselkursrelationen gewesen. Infolge der Härtung der Zinspolitik könne man aber nunmehr überall positive Real-

zinsen feststellen, die den kurzfristigen Kapitalverkehr mit stabilisieren sollten. Das gegenwärtige Gleichgewicht könnte deshalb weniger, unstabil sein, als das Referat von Herrn Lamfalussy nahelege.

Herr Lamfalussy ist der Meinung, dass die kurzfristigen Kapitalströme im wesentlichen durch Differenzen der nominalen Zinsen bestimmt werden, während die Inflationsunterschiede eher die Wechselkurserwartungen beeinflussen, wobei diese auch durch andere Faktoren wie etwa die Leistungsbilanzsituation berührt werden. Man könne sich deshalb fragen, ob ein positives Realzinsniveau den kurzfristigen Kapitalverkehr zu stabilisieren vermag.

Herr Zolotas betont, die Zinssätze müssten generell so hoch sein, dass sie die Inflationsrate ausgleichen. Wenn sie indes die Inflationsrate weit überstiegen, wie dies beispielsweise für die USA gelte, wo die Prime rate 22% bei einer Preissteigerungsrate von nur 13% erreicht habe, sei ein weltweites Ungleichgewicht unvermeidbar. Dieses Ungleichgewicht habe das Funktionieren des EWS nicht beeinträchtigt, hingegen die Geld- und Kapitalmärkte erheblich erschüttert. Darüber hinaus habe es zu einer Abwertung der am EWS-Wechselkursverbund teilnehmenden Gemeinschaftswährungen und damit zu einem Ansteigen des Oelpreises in den Landeswährungen geführt. Das hohe amerikanische Zinsniveau erschwere dadurch beträchtlich die Last der hochverschuldeten Länder.

Ein Fortsetzen des derzeitigen geldpolitischen Kurses in den USA könnte schwerwiegende Folgen für die übrigen Volkswirtschaften nach sich ziehen. Man könne sich daher fragen, ob die amerikanischen Behörden nicht die Möglichkeit erwägen sollten, Kapitalzuflüssen durch die Einführung von Pflichtreserven, wie sie 1978 in Deutschland in Kraft gewesen seien, entgegenzuwirken. Auf diese Weise wäre es möglich, die Abhängigkeit, die zwischen der Zinsentwicklung an den Euromärkten und jener an den nationalen Märkten besteht, etwas zu lockern.

Herr Sarcinelli dankt Herrn Lamfalussy für seine klare Analyse schwieriger und vielschichtiger Probleme. Die Geschehnisse während des grössten Teils des Jahres 1980 haben gezeigt, dass von den Hauptursachen der Wechselkursentwicklung, nämlich Inflationsdifferenzen, Leistungsbilanzentwicklungen und Zinsdifferenzen, letztere im Verein mit der Leistungsbilanzsituation eine beherrschende Rolle gespielt haben. Hohe Inflationsraten haben oft hohe Zinssätze und eine starke Währungsbedeutet. Kurzfristige Betrachtungen haben die Devisenmärkte beherrscht. Seiner Auffassung nach ist es wahrscheinlich, dass die Zinsbewegungen im Verein mit den Leistungsbilanzentwicklungen 1981 weiterhin

das Uebergewicht gegenüber den grundlegenden Faktoren haben werden, und zwar wegen der Verzögerung, mit der sich Inflationsunterschiede in den Leistungsbilanzen und Wechselkursen niederschlagen. Die normalen Zinsen haben sich als bestimmendes Element der enormen Kapitalbewegungen erwiesen. Die Interventionen der Zentralbanken seien wichtig gewesen, aber oft hätten sie Spannungen auf den Devisenmärkten nicht verhindern können.

Würden internationale Aspekte in der Geldpolitik nicht ausreichend berücksichtigt, was der Fall zu sein scheine, so werde man sich wohl in einer Situation ähnlich wie 1980 wiederfinden, mit der Folge zusätzlicher Verzögerungen sowohl bei der Anpassung der Zahlungsbilanzen als auch bei der Wiederbelebung der Konjunktur. Wenn ein grosses, einen Leistungsbilanzüberschuss aufweisendes Land seine Zinssätze auf einem hohen Niveau halte, seien die anderen Länder gezwungen, dasselbe zu tun, um durch Kapitalimporte ihr weitgehend durch die Oelverteuerung entstandenes Leistungsbilanzdefizit abzudecken. Eine solche Situation weise starke Aehnlichkeit mit der 1974 beobachteten auf und berge die Gefahr eines weltweiten Konjunkturreinbruchs in sich, der das Leistungsbilanzproblem definitiv regeln würde.

Was die Koordinierung der Wechselkurspolitik gegenüber dem US-Dollar betreffe, so dürfe wohl trotz der veränderten Wechselkursrelationen zwischen dem US-Dollar und der D-Mark die Verantwortung für die Politik gegenüber dem Dollar weiterhin bei der Deutschen Bundesbank liegen. In jüngster Vergangenheit sei jedoch der Zusammenhalt des EWS in beträchtlichem Umfang durch in ECU geregelte Interventionen in Gemeinschaftswährungen oder durch Rückgriff auf den EFWZ gesichert worden. Hierbei sei daran erinnert, dass ein Saldenausgleichssystem in ECU einen exakt definierten Status der ECU erfordert. Bei dieser Sachlage könne man sich fragen, ob es nicht angezeigt wäre, Mechanismen zu prüfen, innerhalb deren die Partnerländer D-Mark über gewisse - gegenseitig vereinbarte - Höchstbeträge hinaus für den Fall ansammeln könnten, dass die Abwertung der D-Mark gegenüber dem US-Dollar gemessen an fundamentalen Faktoren als übertrieben anzusehen wäre. Das hiesse offensichtlich, dass ein Defizitland sein Defizit durch Hergabe seiner eigenen Währung finanziere, ein Verfahren, das im allgemeinen nicht zu einem Gleichgewicht führe. Um nicht in Widerspruch zur deutschen Geldpolitik zu geraten, könnten die D-Mark-Bestände bei der Deutschen Bundesbank gehalten werden.

Herr de Strycker verweist darauf, dass das Referat von Herrn Lamfalussy darauf hindeute, die Zentralbanken seien unter den 1980 herrschenden Bedingungen, d.h. bei Fehlen ausgeprägter Wechselkursenerwartungen, in der Lage, den Wechselkurs ihrer Währung über die Zinspolitik zu regulieren. Diese Feststellung treffe nun zwar für das Kursverhältnis des Dollars zu den europäischen Währungen zu, kaum jedoch für die Kursrelationen zwischen den letztgenannten Währungen. So könne man z.B. feststellen, dass der belgische Franken trotz des sehr hohen Zinsniveaus in Belgien ständig am unteren Rand der gemeinschaftlichen Bandbreite des EWS notiert habe, während der holländische Gulden trotz eines mässig hohen Zinsniveaus und eines gegenüber der D-Mark sehr geringen Zinsvorsprungs zu den stärksten Währungen gehört habe.

Herr Lamfalussy präzisiert, dass die in seinem Referat erwähnte positive Korrelation zwischen den Veränderungen (und nicht den Niveaus) der Zinsdifferenzen und den Wechselkursbewegungen bestehe. Es wäre in der Tat sehr schwierig, eine Korrelation zwischen den Wechselkursen und den Niveaus der Zinsdifferenzen herzustellen. Zudem sei der dominierende Einfluss der Zinsunterschiede auf die Wechselkursentwicklung eher die Ausnahme als die Regel.

Herr de la Genière meint, dass das Referat von Herrn Lamfalussy, das wie stets äusserst interessant und anregend gewesen sei, zu drei Kommentaren Anlass gebe.

Zum einen habe Herr Lamfalussy sich zwar nicht für das eine oder das andere von ihm dargestellte Szenarium ausgesprochen, aber immerhin erklärt, dass die amerikanische Geldpolitik keine bedeutende Aenderung in naher Zukunft erfahren dürfte. Man müsse demnach, zumindest kurzfristig, mit ausgeprägten Schwankungen der Dollarzinsen auf einem recht hohen Niveau und damit mit einem Andauern der seit Ende 1979 bestehenden Situation rechnen.

Zum anderen sei festzuhalten, dass der trotz der Fluktuationen von Dollarkurs und Dollarzinsen gute Zusammenhalt der EWS-Gemeinschaftswährungen hauptsächlich darauf beruhe, dass die betreffenden Länder sämtlich mit wirtschaftlichen Ungleichgewichten zu tun hätten. Bei Deutschland komme dieses Ungleichgewicht durch einen sehr hohen Fehlbetrag in der Leistungsbilanz und eine weniger starke Position der D-Mark als bisher üblich zum Ausdruck. In der relativ günstigeren Situation des französischen Frankens spiegele sich daher sowohl die augenblickliche Schwäche der D-Mark als auch eigene Faktoren der französischen Währung. Wenn die europäischen Länder schon nicht die Wirtschaftspolitik der USA beeinflussen könnten, so müssten sie

um so mehr ihre internen Ungleichgewichte abbauen, damit langfristig der Zusammenhalt im EWS gewährleistet bleibe. Je nach Land nähmen diese Ungleichgewichte die Form von Defiziten in der Leistungsbilanz, Deckungslücken der öffentlichen Haushalte oder einer zu starren Indexierung der Löhne und Gehälter an.

Schliesslich entspreche die völlig eigenständige Kursentwicklung des Pfund Sterling keinem klassischen Muster und werfe zumindest zwei Fragen auf: Welches sind die fundamentalen Gründe für die Kurssteigerungen des Pfund Sterling, und setzt sich dieser Kursanstieg fort? Welche Lage wäre entstanden, hätte das Pfund Sterling am EWS-Wechselkursverbund teilgenommen?

Herr Zijlstra ist der Auffassung, dass die Wechselkurserwartungen 1980 eine noch bedeutendere Rolle gespielt haben als in den Jahren davor. Es sei die Tendenz festzustellen, diese Erwartungen als eine unabhängige Variable anzusehen, während doch in Wirklichkeit diese Erwartungen sich gemäss den wirtschaftspolitischen Entwicklungen und den Veränderungen der grundlegenden Faktoren bilden und verändern. So seien die hohen öffentlichen Finanzierungsdefizite ein Faktor für die beträchtliche Veränderung der Wechselkurserwartungen gewesen. Er frage sich auch, ob die Analyse der Kassa- und Termin-Wechselkurse und des Einflusses der Erwartungen nicht vertieft werden könne, indem man die effektiven Terminkurse mit den theoretischen vergleiche, denn die Differenz zwischen beiden Kategorien sollte Aufschluss über die Erwartungen geben.

Herr Pöhl beglückwünscht Herrn Lamfalussy zu seiner Analyse, die sehr klar das Dilemma aufgezeigt habe, dem sich die europäischen Länder gegenüber sähen. Das Dilemma liege darin begründet, dass ein starker US-Dollar zwangsläufig eine schwache D-Mark als Gegenpart haben müsse und umgekehrt. In diesem Zusammenhang sei zu erwähnen, dass die europäischen Länder immer an einem starken Dollar interessiert waren, da eine Abschwächung dieser Währung im Gefolge einer erfolglosen Inflationsbekämpfung und einer Verschlechterung der Leistungsbilanz weltweit schädliche Auswirkungen vor allem auf die Oelpreisentwicklung hätte. Ausser dem Zinsniveau in den USA stützten den Dollarkurs auch einige fundamentale Faktoren. Zwar sei das Inflationstempo nach wie vor sehr hoch, doch sei es den USA gelungen, in der Leistungsbilanz einen beträchtlichen Ueberschuss zu erzielen. Wenn auch dieser Ueberschuss zu einem guten Teil auf die schwächere Konjunktur zurückzuführen sei, dürfte er doch zumindest vorläufig noch anhalten. Im übrigen scheinen die Märkte der Auffassung zu sein, dass die USA eher als die europäischen Staaten in der Lage sind, ihre Abhängigkeit von den Oeleinfuhren zu verringern.

Demgegenüber habe Deutschland bis jetzt noch keine Fortschritte bei der Anpassung der Leistungsbilanz erzielen können, und die Aussichten

für 1981 seien ungewiss. Die neuerliche Verteuerung des Erdöls sei ein negativer Faktor, wenngleich der Einfluss auf die Leistungsbilanz durch einen geringeren Oelverbrauch teilweise kompensiert werde. Jedenfalls dürfe man keine spektakuläre Verbesserung in der Leistungsbilanz erwarten, wie sie 1980 bei Japan zu beobachten gewesen sei. Zum einen käme diesem Land eine verbesserte Wettbewerbsposition als Folge der starken Entwertung des Yen im Jahre 1979 zugute; zum anderen sei Japan die Oeffnung neuer Märkte insbesondere in den OPEC-Staaten gelungen, und die Lohndisziplin habe verhindert, dass die Abwertung des Yen auf das inländische Preisniveau durchschlage. Die Höherbewertung des Yen im Jahre 1980 habe allerdings die Wettbewerbsposition der japanischen Wirtschaft stark beeinträchtigt.

Die Verwirklichung des Szenariums eines starken Dollars werde auch weitgehend davon abhängen, ob es Deutschland gelingt zu verhindern, dass der Anstieg der Einfuhrpreise auf die inländischen Preise durchwirkt, die in jüngster Zeit wieder stärker gestiegen seien. In diesem Zusammenhang berechtigten die letzten Lohnabschlüsse, die eine Erhöhung der Nominal-einkommen von 5% beinhalten, zu einem gewissen Optimismus. Auf der anderen Seite habe sich 1980 im privaten Kapitalverkehr aufgrund des gegenüber dem Ausland weitgehend negativen Zinsgefälles ein sehr hohes Defizit ergeben, das nur durch Kapitalimporte des öffentlichen Sektors kompensiert werden konnte. Somit habe das gesamte Leistungsbilanzdefizit (von fast DM 28 Mrd.) aus den Währungsreserven finanziert werden müssen.

Eine andere Politik wäre unannehmbar. Denn eine Anhebung der Zinsen, die deutlich ausfallen müsste, um eine Aenderung der Erwartungen zu bewirken, würde die Abschwächung der Konjunktur noch verstärken. Zudem würden Deutschland und die übrigen Länder der Gemeinschaft sich dadurch vollständig "ins Schlepptau" der amerikanischen Geldpolitik begeben, wenn sie derartig starke Zinsschwankungen wie in den USA hinnehmen würden. Ein wenig sei Europa bereits in diese Richtung gegangen, und in Deutschland z.B. sei das Zinsniveau höher, als es angesichts der Konjunkturlage in Deutschland angemessen scheine.

Unter diesen Umständen gelte es, die Inflationsrate niedrig zu halten, denn ein beschleunigter Preisanstieg in Deutschland könne nur einen negativen Einfluss auf die Wechselkurserwartungen haben. Dasselbe gelte für eine Ausweitung des Leistungsbilanzdefizits, während eine leichte Besserung der Lage bereits einen günstigen Einfluss auf diese Erwartungen haben könnte. Angesichts des hohen Anteils des innergemeinschaftlichen Handels bestehe freilich die Gefahr, dass sich der deutsche Fehlbetrag auf die anderen Länder der Gemeinschaft überträgt, es sei denn, die Anpassung vollzöge sich, was der Idealfall wäre, über eine Zunahme der Exporte in die Drittländer. Eine solche Strategie stosse jedoch auf zahlreiche poli-

tische, wirtschaftliche und finanzielle Grenzen, etwa auf die Schwierigkeit der Entwicklungsländer, ihre Zahlungsbilanzdefizite durch neue Kredite abdecken zu können.

Herr Pöhl schliesst mit der Feststellung, dass das erste, für den Dollar günstige Szenarium plausibler sei, dass sich jedoch die Situation im Verlauf von 1981 ändern könne, denn es sei denkbar, dass sich die Konjunktur in den USA und weltweit bessere und sich die Wettbewerbsposition der deutschen Wirtschaft verstärke.

Der Vorsitzende dankt Herrn Pöhl für die Offenheit, mit der er die verschiedenen Optionen der deutschen Wirtschaftspolitik dargelegt habe; er glaube, dass sich die deutschen Behörden bewusst sind, welcher von diesen Optionen die anderen Länder den Vorzug geben.

Herr Loehnis ist der Auffassung, dass die negative Korrelation, die Herr Lamfalussy zwischen der Wechselkursentwicklung des Pfund Sterling und den Veränderungen der Zinsdifferenzen festgestellt habe, im grossen und ganzen nur für das zweite Halbjahr 1980 zutrefte, während für den Zeitraum Juni 1979 bis Mai 1980 eine positive Korrelation zwischen beiden Kurven festzustellen sei. Ein Vergleich mit den entsprechenden Werten für Japan, dessen Währung 1980 ebenfalls stark im Kurs gestiegen sei, könnte aufschlussreich sein zur Beantwortung der Frage, welches Gewicht den verschiedenen Faktoren zukomme. Zu den Bestimmungsgründen, die den Kurs des Pfundes gestützt haben, gehörten insbesondere der Umschwung in der Leistungsbilanz, die Stellung des Pfund Sterling als "Oelwährung" und auch die Abschwächung der Inflation (die Jahresrate sei von 22% im Mai 1980 auf 15% zurückgegangen, und für die letzten sechs Monate betrage die jährliche Teuerungsrate nur noch 10%), die das Vertrauen darauf gestärkt habe, die britische Regierung bekämpfe entschlossen die Inflation. Die Kursentwicklung des Pfund Sterling an den Devisenmärkten sei nur insofern abnormal, als sie der Theorie von der realen Kaufkraftparität widerspreche.

Herr Loehnis zieht es vor, keine Spekulationen darüber anzustellen, welche Folgen 1980 eine Teilnahme des Pfund Sterling am EWS-Wechselkursverbund für das Funktionieren dieses Mechanismus gehabt hätte. Was die Prognosen für die Zukunft angehe, so sollten sich der Faktor "Erdöl", der hochentwickelte Zustand des Londoner Finanzmarkts (dem Grossbritannien es verdanke, dass ein grosser Teil der anlagefähigen OPEC-Gelder ins Land fliesse) sowie die Tatsache, dass die nächsten Wahlen erst 1984 stattfinden, günstig

auf den Pfundkurs auswirken. Hingegen könnte der Verlust an Wettbewerbsfähigkeit Folgen für die weitere Entwicklung der Leistungsbilanz ohne Erdöl haben. Deren Verbesserung 1980 sei im wesentlichen auf geringere Einfuhren im Gefolge der Rezession zurückzuführen, die damit den Verlust an Wettbewerbsfähigkeit der britischen Wirtschaft verschleierte. Die Entwicklung der Inflationsrate vor dem Hintergrund einer leichten Belebung der Wirtschaftstätigkeit, die für das zweite Halbjahr 1981 erwartet werde, hänge davon ab, ob die Briten weiterhin über ihre Verhältnisse leben werden oder ob sich ein tiefgreifender Wandel in den Einstellungen und Erwartungen der Wirtschaftssubjekte vollziehen werde.

Herr Murray betont, dass für Irland die Kursentwicklung des Pfund Sterling sehr viel bedeutsamer ist als jene des Dollars. Der Teilnahme Irlands am EWS lag seinerzeit das Bestreben zugrunde, die Wechselkursrelationen nach aussen zu stabilisieren und damit einer importierten Inflation vorzubeugen. Zwar sei es gelungen, den Kurs des irischen Pfundes innerhalb des EWS zu halten, doch habe sich von allen am EWS-Wechselkursverbund teilnehmenden Währungen der effektive Wechselkurs des irischen Pfundes wegen des dominierenden Einflusses des Pfund Sterling am stärksten abgeschwächt. Für die Wechselkurspolitik Irlands sei dies ein ernstes Dilemma. Er rege an, der Ausschuss möge sich eingehender mit dem Szenarium einer Teilnahme des Pfund Sterling am EWS-Währungsverbund befassen, ein Szenarium, das Herr de la Genière angesprochen habe, das jedoch demnächst geprüft werden sollte.

Herr Magnifico bemerkt zu der Ausführung von Herrn Zijlstra über die Entwicklung des effektiven und des theoretischen Terminkurses, dass im EWS beide Kurse voneinander abweichen können. Wenn beispielsweise der tatsächliche Kurs per drei Monate genau dem theoretischen Kurs per drei Monate folgen würde, so könnte dies im Falle erheblicher Zinsdifferenzen bedeuten, dass der in drei Monaten erwartete Kassakurs ausserhalb der festgesetzten Schwankungsmargen liegen würde. Folglich würden sich für kurze Zeiträume die Kosten der Abdeckung des Wechselkursrisikos ermässigen und die bilateralen Wechselkurse im Innern des EWS eine gewisse Trägheit aufweisen. Hingegen seien die Wechselkurse der Währungen, die keinem Festkursystem angehören, sehr viel unbeständiger und könnten dadurch für Kapitalzuflüsse attraktiver sein. Halte z.B. ein Land mit dieser Art von Währung wegen einer sehr hohen Inflationsrate die Zinsen auf einem sehr hohen Niveau, dann profitiere der Käufer der Währung dieses Landes nicht nur von der Zinsdifferenz, sondern komme auch in den Genuss eines Wechselkursgewinns. Diese

Währung würde nähmlich unter dem Einfluss der Kapitalzuflüsse und wegen des Fehlens von Wechselkursbindungen zur Auswertung tendieren. Im übrigen wendeten sich die Devisenmarktakteure, wenn sie Ungleichgewichte in einem Land feststellen, das dem EWS angehört, Drittwährungen, vor allem dem Dollar, zu, auf den sich die Anpassung zu konzentrieren neige.

Herr Lamfalussy bemerkt zu der Einlassung von Herrn Zijlstra, dass er mit der Feststellung übereinstimme, die Erwartungen müssten langfristig sich zwangsläufig den Tatsachen anpassen. Offen bleibe freilich, zu welchem Zeitpunkt diese Anpassung stattfindet, wann also der Gesichtspunkt "reale Kaufkraftparität" den "Portefeuille"-Aspekt verdrängt.

Herr Lamfalussy räumt ausserdem ein, dass er bei der Analyse der Grafiken das Verfahren zur Bestimmung der Wechselkurse stark vereinfacht dargestellt habe. Selbstverständlich wirke die Kausalität in beiden Richtungen, und auch die Bestimmungsgründe der Wechselkurse seien interdependent; so könne etwa eine Zinsanhebung die Erwartungen beeinflussen und umgekehrt.

Er werde auch die Anregung von Herrn Zijlstra aufnehmen, die beobachteten Terminkurse mit den impliziten Terminkursen zu vergleichen; er bezweifle jedoch, dass zwischen beiden Kursarten angesichts der Schnelligkeit und der Effizienz der Arbitrage spürbare Unterschiede festzustellen sein werden.

Schliesslich macht Herr Lamfalussy noch einige Bemerkungen zu den vorangegangenen Einlassungen der Gouverneure. Ob die aussergewöhnlich feste Haltung des Pfund Sterling werde anhalten können, hänge auch von der Entwicklung der Reallöhne ab. Diese hätten sich während der ersten Amtsphase der neuen britischen Regierung stark erhöht, und diese Entwicklung habe im Verein mit der Höherbewertung des Pfund Sterling und schwachen Produktivitätsgewinnen den Unternehmenssektor stark unter Druck gesetzt, so dass man sagen könne, die britische Wirtschaftspolitik habe ausschliesslich auf diesem Sektor gelastet. In dieser Situation könne man sich schwerlich vorstellen, wie sich der Aussenwert des Pfund Sterling entsprechend der realen Kaufkraftparität entwickeln könne. Es scheine zudem klar, dass die britische Regierung kaum ihren gegenwärtigen politischen Kurs beibehalten könne, falls es nicht zu einer Senkung der Reallöhne komme; Entwicklungen der letzten Zeit in diesem Bereich berechtigten indessen zu einem gewissen Optimismus.

Zu dem von Herrn Pöhl zwischen Deutschland und Japan gezogenen Vergleich bemerkt Herr Lamfalussy, dass die plötzliche Veränderung der Erwartungen gegenüber dem Yen-Kurs darauf beruhen dürfte, dass die Märkte die folgenden Faktoren in ihre Ueberlegungen einbezögen:

- Keine Transmission des infolge der Yen-Abwertung von 1979 schwindelerregenden Preisanstiegs bei den Einfuhren auf das inländische Preis- und Lohnniveau,
- Anzeichen einer Verbesserung der Leistungsbilanz,
- beträchtliche Anhebung der Zinsen in Japan während des Frühjahrs 1980, mit der die Behörden den Märkten ihre Entschlossenheit signalisierten, fortan eine mehr konservative Politik zu verfolgen.

Der Vorsitzende beendet die Aussprache, indem er Herrn Lamfalussy für sein Referat dankt, das einer wichtigen und nützlichen Debatte als Anregung gedient habe.

IV. ANALYSE DER MONATLICHEN STATISTIKEN

Angesichts der vorgerückten Stunde nimmt der Ausschuss diese Analyse nicht vor; der Vorsitzende weist jedoch darauf hin, dass die Zentralbankpräsidenten in der ihnen übergebenen Dokumentation erstmals Angaben über Griechenland vorfinden.

V. WEITERE FRAGEN INNERHALB DER ZUSTAENDIGKEIT DES AUSSCHUSSES

Errichtung einer Bankenfreizone in New York

Herr Loehnis erinnert daran, dass diesbezügliche Vorschläge vom Dezember 1978 bei mehreren europäischen Zentralbanken auf Vorbehalte gestossen waren. Insbesondere war geltend gemacht worden, dass die Errichtung einer solchen Zone das Risiko in sich berge, dass ähnliche Zonen in anderen US-Städten errichtet, kleinere Banken ermutigt würden, sich ebenfalls im internationalen Bankgeschäft zu betätigen, und andere Länder dies nachahmen würden. Ausserdem war vor den längerfristigen Folgen des Vorhabens, ein erstrangiges Finanzzentrum mit Wettbewerbsvorteilen gegenüber anderen Finanzzentren auszustatten, gewarnt worden.

Im Gegensatz zu den damals gehegten Hoffnungen scheinen diese Vorbehalte die Auffassung der Federal Reserve über die Errichtung einer Bankenfreizone nicht beeinflusst zu haben. Im November 1980 liess die

Federal Reserve verlauten, dass sie Entwürfe von Vorschlägen, denen gemäss die Bankenfreizone im Oktober 1981 errichtet werden würde, gutgeheissen habe. Vor kurzem hat sie diese Vorschläge in aller Form veröffentlicht und alle interessierten Parteien ersucht, sich bis 13. Februar 1981 zu den Detailfragen zu äussern.

Herr Loehnis stellt dem Ausschuss die folgenden zwei Fragen:

- Beabsichtigt die eine oder andere der EWG-Zentralbanken, die 1979 hinsichtlich der Errichtung einer Bankenfreizone angebrachten Vorbehalte erneut vorzutragen und sich zu den Detailfragen (die indessen nicht von internationaler Tragweite sind) zu äussern?
- Sind die EWG-Zentralbanken nach wie vor der Auffassung, dass mit der Errichtung einer Bankenfreizone in New York auch in anderen Ländern die Forderung nach ähnlichen Aktionen laut werden könnte?

Herr Pöhl erklärt, dass die Deutsche Bundesbank ihre Vorbehalte gegenüber dem amerikanischen Projekt, das effektiv die von Herrn Loehnis erwähnte Gefahr in sich birgt, aufrechterhält. Er habe indessen den Eindruck, dass das Projekt bereits zu weit vorangeschritten sei und dass die europäischen Zentralbanken deshalb nichts mehr daran ändern könnten.

In Beantwortung einer Frage des Vorsitzenden gibt Herr Loehnis zu, dass die Entscheidung praktisch bereits getroffen sei. Trotzdem könnte es nützlich sein, der Federal Reserve zu verstehen zu geben, dass die Zentralbanken ihre 1979 geäusserte Auffassung nicht geändert haben.

Herr Zijlstra schlägt vor, dass die Zentralbanken bis zur Februar-Sitzung darüber nachdenken, ob es angezeigt sei, ihre Vorbehalte gegenüber dem amerikanischen Projekt erneut zum Ausdruck zu bringen; diese Vorbehalte könnten in der Sitzung der Zentralbankpräsidenten der Zehnergruppe am 9. Februar 1981 in Basel vorgebracht werden.

Der Ausschuss stimmt der Anregung von Herrn Zijlstra zu.

VI. ZEIT UND ORT DER NAECHSTEN SITZUNG

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

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

DEZEMBER 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 Dezember 1980 sowie in den ersten Januartagen 1981.

I. ENTWICKLUNG DER WECHSELKURSE

Im Monat Dezember war der Kursverlauf im wesentlichen durch folgende Entwicklungen geprägt:

- die starken Schwankungen der kurzfristigen US-Dollarzinsen und der US-Dollarkurse; letztere stiegen erneut fast überall an,
- der Kursanstieg des Pfund Sterling gegenüber den übrigen europäischen Währungen und dem Dollar,
- die sehr grosse Festigkeit des Yen,
- das Fehlen wesentlicher Spannungen im EWS-Wechselkursmechanismus.

Der US-Dollar setzte Anfang Dezember seinen Kursanstieg fort. In Devisenmarktkreisen registrierte man, dass die Geldmengenaggregate in den USA weit oberhalb ihres Zielkorridors lagen, und wertete jeden Anstieg der Eurodollarzinsen und der Prime rate als weiteres Anzeichen für die Entschlossenheit der US-Notenbank, die Nachfrage nach Geld und Kredit zu begrenzen. Die Anhebung des Diskontsatzes am 5. Dezember um 1

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

Prozentpunkt auf 13% und die Erhöhung des Zinsaufschlags für häufige Inanspruchnahme des Zentralbankkredits gaben dieser Auffassung eine Stütze. Die weiter unsichere Situation in Polen und im Mittleren Osten begünstigte zudem die Verlagerung von Geldern aus den kontinental-europäischen Währungen in den Dollar. Der Dollar stieg bei geringen Umsätzen steil an und erreichte den höchsten Stand seit über zwei Jahren gegenüber den Währungen des EWS-Wechselkursmechanismus.

Später schwächte sich der Dollarkurs stark ab, als die Devisenmärkte auf die Erwartung reagierten, dass die US-Zinsen ihren Höhepunkt überschritten hatten. Ein Rückgang der Geldmengenaggregate in den USA während zwei aufeinanderfolgenden Wochen bestärkte diese Ansicht. Als sich die Zinsen in den USA und am Eurodollarmarkt von ihrem Gipfel zurückzubilden begannen, kam der Dollar unter Angebotsdruck und verlor, gemessen an seinem zuvor gegenüber der D-Mark und den anderen Währungen im Wechselkursmechanismus des EWS erreichten Höchststand, volle $4 \frac{3}{4}\%$ an Wert.

Nach den Weihnachtsfeiertagen sprang der Dollarkurs wieder in die Höhe, als sich bei den Marktteilnehmern die Ueberzeugung durchsetzte, dass sich die US-Zinsen möglicherweise nicht mehr weiter von ihrem Dezembertipp entfernen würden. Obwohl die kommerzielle Nachfrage nach Dollar nicht sehr gross war, reichte sie aus, dass der Dollar sich von seinem Tiefkurs löste und zum Monatsende gegenüber den kontinental-europäischen Währungen per saldo einen Kursgewinn von 2% verzeichnete. Für das Jahr als Ganzes belief sich die Aufwertung des Dollars auf $14 \frac{1}{2}\%$, wobei er gegenüber den Verbundwährungen des Europäischen Währungssystems in etwa seine Höchstwerte von Ende März/Anfang April erreichte.

Für das Europäische Währungssystem war der Dezember ein ziemlich spannungsfreier Monat. Der französische Franken und der holländische Gulden blieben eng beieinander in der ersten Position im EWS. Die dänische Krone lag während des gesamten Monats dicht hinter jenen beiden Währungen. Das irische Pfund hingegen schwächte sich leicht ab, während sich die D-Mark etwas befestigte. Der belgische Franken verharrte am unteren Rand des engen Kursbandes von $2 \frac{1}{4}\%$. Gelegentlich erreichte er seinen unteren Interventionspunkt gegenüber dem französischen Franken und dem holländischen Gulden. Die Lira-Kurse blieben im allgemeinen stabil.

Der französische Franken blieb eine der beiden stärksten EWS-Währungen. Während der ersten zwei Wochen verlor der Franken gegenüber

dem sich festigenden Dollar weniger an Wert als die übrigen EWS-Währungen. Später im Monat schwächte sich der französische Franken gelegentlich ab, profitierte jedoch insgesamt von einigen zusätzlichen Kapitalzuflüssen und einer starken kommerziellen Nachfrage.

Im Gegensatz hierzu wurde der belgische Franken die meiste Zeit im Monat angeboten. Im Druck auf den Franken manifestierten sich die Schwierigkeiten der belgischen Regierung, die Zustimmung des Parlaments und der Öffentlichkeit für ihr Programm zur Verringerung des Haushalts- und Leistungsbilanzdefizits zu gewinnen. Infolgedessen musste der Franken fast beständig, wenn auch mit geringen Beträgen gestützt werden.

Die D-Mark notierte in der ersten Dezemberhälfte weiter schwach. Die Zinsen in Deutschland bewegten sich zwar nach oben, doch stieg das Zinsniveau in den USA noch stärker, so dass es zu weiteren Kapitalbewegungen aus der D-Mark kam. Befürchtungen über mögliche Konsequenzen der Ereignisse in Polen führten ebenfalls zu Zurückhaltung gegenüber der D-Mark, und diese büsste bis zum 12. Dezember $4 \frac{3}{4}\%$ gegenüber dem Dollar ein. Die D-Mark wurde während dieses Zeitraums durch Käufe der Bank von Frankreich weiter gestützt, die die Kursfluktuationen des französischen Frankens im EWS glättete, und ebenfalls von der Federal Reserve Bank von New York, die weiter D-Mark-Bestände aufbaute und gleichzeitig die Kursausschläge des US-Dollars milderte. Daraufhin festigte sich die D-Mark ab dem 17. Dezember wieder aufgrund zunehmender Erwartungen, dass die Zinsen in den USA ihren Höhepunkt überschritten hatten. Bis zum 24. Dezember hatte sie die zuvor im Monat gegenüber dem Dollar erlittenen Einbußen wieder wettgemacht. Ein Anziehen der US-Zinsen für Anlagen mit Fälligkeiten nach dem Jahresende, eine gewisse kommerzielle Nachfrage und die Bekanntgabe eines geringeren US-amerikanischen Handelsdefizits für November liessen dann jedoch in den letzten Dezembertagen die D-Mark bei extrem geringen Umsätzen erneut an Wert verlieren. Infolgedessen stellte sich ihr Kursverlust gegenüber dem Dollar am Monatsende per saldo auf 2%. Nach dem 17. Dezember wurde die D-Mark nicht mehr weiter gestützt, und die Bundesbank konnte sogar geringe Beträge französischer Franken erwerben.

Auch der holländische Gulden notierte im EWS weiterhin fest. Die Zinsen auf kurzfristige Guldenanlagen sanken jedoch beträchtlich unter das Niveau der DM-Sätze, als die niederländische Notenbank dem Geldmarkt Liquidität über Sonderkredite und Swaps gegen Dollar zuführte.

Die italienische Lira verzeichnete in der ersten Monatshälfte relativ kräftige Kursgewinne, als italienische Importeure, darunter vor allem Oelgesellschaften, mit Dollarkäufen in Erwartung von Kursrückgängen dieser Währung vor dem Jahresende hinwarteten. In der zweiten Monatshälfte erwarben dann die Importeure Devisen am Markt zwecks Begleichung ihrer Jahresendrechnungen. Am 16. Dezember hoben die italienischen Behörden die obligatorische Devisenfinanzierung für kurzfristige Exportkredite auf, die ebenfalls zum Zufluss kurzfristigen Kapitals beigetragen hatte. Daraufhin wurde die Lira angeboten, und die italienische Notenbank, die zuvor im Monat Dollar angekauft hatte, gab Dollar an den Markt ab. Die Lira notierte somit weiterhin 3 1/2 bis 4% unterhalb des französischen Frankens.

Die Kursentwicklung des Schweizer Frankens entsprach jener der am EWS-Wechselkursmechanismus teilnehmenden Währungen. Am Monatsende lag er gegenüber der D-Mark wenig verändert und gegenüber dem US-Dollar um etwa 2% niedriger, womit er 1980 gegenüber dem Dollar per saldo 12% seines Aussenwertes einbüßte.

Das Pfund Sterling notierte fest im Dezember. In der Stärke des Pfundes schlug sich die günstige Aussenhandelsbilanz Grossbritanniens, seine Rolle als Nordseeöl-Produzent und das relativ hohe Zinsniveau nieder, das zwar unter den Dollarzinsen lag, aber erheblich über dem Zinsniveau der meisten anderen Währungen. Das Pfund Sterling schwächte sich in der ersten Monatshälfte etwas weniger stark gegenüber dem Dollar ab als die anderen EWS-Währungen und festigte sich erheblich stärker als diese Währungen in der zweiten Monatshälfte, um den Monat per saldo mit einer Kursverbesserung von 1% gegenüber dem Monatsanfang und von 7 3/4% gegenüber seinem Stand vor Jahresfrist zu beenden. Der effektive Aussenwert des Pfundes lag zum Jahresende bei 78,6, gegenüber 77,5 Anfang Dezember und 70,1 am 31. Dezember 1979.

Die schwedische Krone musste während des ganzen Monats im Zuge der fortgesetzten Bemühung der Behörden gestützt werden, durch Interventionen am Devisenmarkt einen Ausgleich zu Schwedens Leistungsbilanzdefizit zu schaffen. Die Folge war, das sich der effektive Aussenwert im Dezember nur leicht verringerte.

Die norwegische Krone, die das ganze Jahr hindurch von der Oelförderung in der Nordsee profitierte, notierte Anfang Dezember weiter fest. Zur Ausweitung des inländischen Geldangebots an das Bankensystem

erwarb die Bank von Norwegen einige Dollarbeträge am Kassamarkt. Danach jedoch büsste die Krone aufgrund des sehr starken Zinsgefälles zu Gunsten des US-Dollar an Dynamik ein und war für den Rest des Monats wenig bewegt.

Der Yen wertete sich im Dezember fast ohne Unterbrechung auf. Nachdem er sich Ende November wegen der Ungewissheit über die Auswirkungen des am 1. Dezember in Kraft getretenen neuen Gesetzes zur Lockerung der Devisenbeschränkungen abgeschwächt hatte, ignorierte der Markt diese Besorgnisse mit dem Einsetzen des neuen Monats. Zum einen gab das Finanzministerium Pläne bekannt, wonach die Kontingente, die japanischen und ausländischen Banken für den Umtausch von Dollar in Yen zur Verfügung stehen, um 30% erhöht werden sollten. Diese Massnahme wirkte beruhigend auf den Markt, da sie als Anreiz für Kapitalzuflüsse aus dem Ausland gewertet wurden. Entscheidender war jedoch, dass sich der Markt beeindruckt von der Dynamik der japanischen Wirtschaft, dem Umschwung in der Zahlungsbilanz und dem offensichtlichen Erfolg Japans auf dem Feld der Energieeinsparung zeigte, eine Erfolgsbilanz, die die meisten anderen Länder nicht aufweisen können, die noch immer mit Schwierigkeiten bei der Anpassung an die Oelpreiserhöhungen der vergangenen zwei Jahre zu kämpfen haben.

Der Yen festigte sich dann bis zum 9. Dezember um $4 \frac{1}{4}\%$ auf ¥ 207,30. Bis zum 26. Dezember schwankte er beträchtlich zwischen ¥ 207,50 und ¥ 211. In den letzten drei Tagen des Monats wurde der Kurs des Yen dann trotz des Bekanntwerdens neuer Oelpreiserhöhungen durch eine plötzlich einsetzende Nachfrage nach oben getrieben, als Exporteure wegen der bevorstehenden Feiertage von Januar ihre Erlöse umtauschten. Der Yen festigte sich um weitere $2 \frac{1}{4}\%$, während die Bank von Japan den Anstieg durch Dollarkäufe in Tokio und New York bremste. Am Jahresende lag der Yen mit ¥ 202,90 für einen Dollar $6 \frac{3}{8}\%$ über seinem Niveau zu Beginn des Monats und $15 \frac{1}{2}\%$ über jenem vor Jahresfrist.

Der kanadische Dollar schwächte sich während der ersten zwei Wochen des Monats weiter ab. Mit zunehmendem Zinsgefälle gegenüber den USA sank der Kurs trotz energischer Interventionen der Bank von Kanada am 16. Dezember auf kan\$ 1,2122. Mit einer gegenüber dem Monatsbeginn sich verengenden Zinsdifferenz bei kurzfristigen Anlagen erholte sich alsdann jedoch der kanadische Dollar und notierte Ende Dezember gegenüber dem US-Dollar leicht unter seinem Stand zu Beginn des Monats und rund 2% niedriger als vor Jahresfrist.

II. INTERVENTIONEN IN US-DOLLAR

Die Käufe von US-Dollar beliefen sich auf insgesamt \$ 2,0 Mrd. und die Verkäufe auf \$ 3,8 Mrd.

Bedeutendster Verkäufer war die Federal Reserve Bank von New York, die in New York und in Ostasien im Rahmen aktiver Interventionen \$ 677 Mio. abgab. Bei anderen Transaktionen, die Teil des Programms zum Aufbau von D-Mark-Beständen waren, gab die Federal Reserve \$ 884 Mio. an Korrespondenzbanken ab, und zwar über die Deutsche Bundesbank in Frankfurt und am Terminmarkt. Der grösste Teil der restlichen Verkäufe entfiel auf die Bank von Italien, die Bank von Schweden und die Bank von Kanada, die die Abwertung ihrer Währungen zu begrenzen versuchten.

Zwei der Zentralbanken, die erhebliche Dollarbeträge verkauft hatten - die Bank von Italien und die Bank von Kanada -, zählten auch zu den bedeutendsten Käufern. Beide Zentralbanken vereinigten nahezu die Hälfte der Bruttokäufe von Dollar auf sich. Die übrigen Käufe tätigten die Bank von Japan, die Bank von England und die Dänische Nationalbank.

Was die Nettointerventionen betrifft, so verkauften die Bank von Schweden, die Bank von Italien, die Bank von Kanada und die Federal Reserve Bank von New York netto die bedeutendsten Beträge. Die höchsten Nettokäufe tätigte die Bank von Japan. Die Käufe der Bank von England wurden von deren Verkäufen fast aufgewogen.

III. INTERVENTIONEN IN EUROPÄISCHEN WÄHRUNGEN

Die Interventionen in europäischen Währungen beliefen sich im Dezember auf den bescheidenen Gegenwert von \$ 600 Mio. Umgerechnet \$ 340 Mio. davon bestanden aus Käufen von belgischen Franken gegen französische Franken und holländische Gulden. Der verbleibende Gegenwert in Höhe von \$ 260 Mio. betraf intramarginale Käufe von D-Mark durch die Bank von Frankreich.

* * *

In der ersten Januarwoche gab der US-Dollar zuerst stark nach, um sich dann wieder zu befestigen. Die Dollarverkäufe waren am ausgeprägtesten gegenüber dem japanischen Yen, dessen Kurs von der Nachfrage Gebietsfremder zu Investitionszwecken und der fortgesetzten Konversion von Exporterlösen profitierte. Verkäufe gegenüber den anderen Währungen

kamen meistens aus dem Berufshandel, da die Händler in Erwartung eines nah bevorstehenden Falls der US-Dollar-Zinsen handelten. Im Endergebnis fiel der Dollar um 2 1/2% gegenüber den europäischen Währungen.

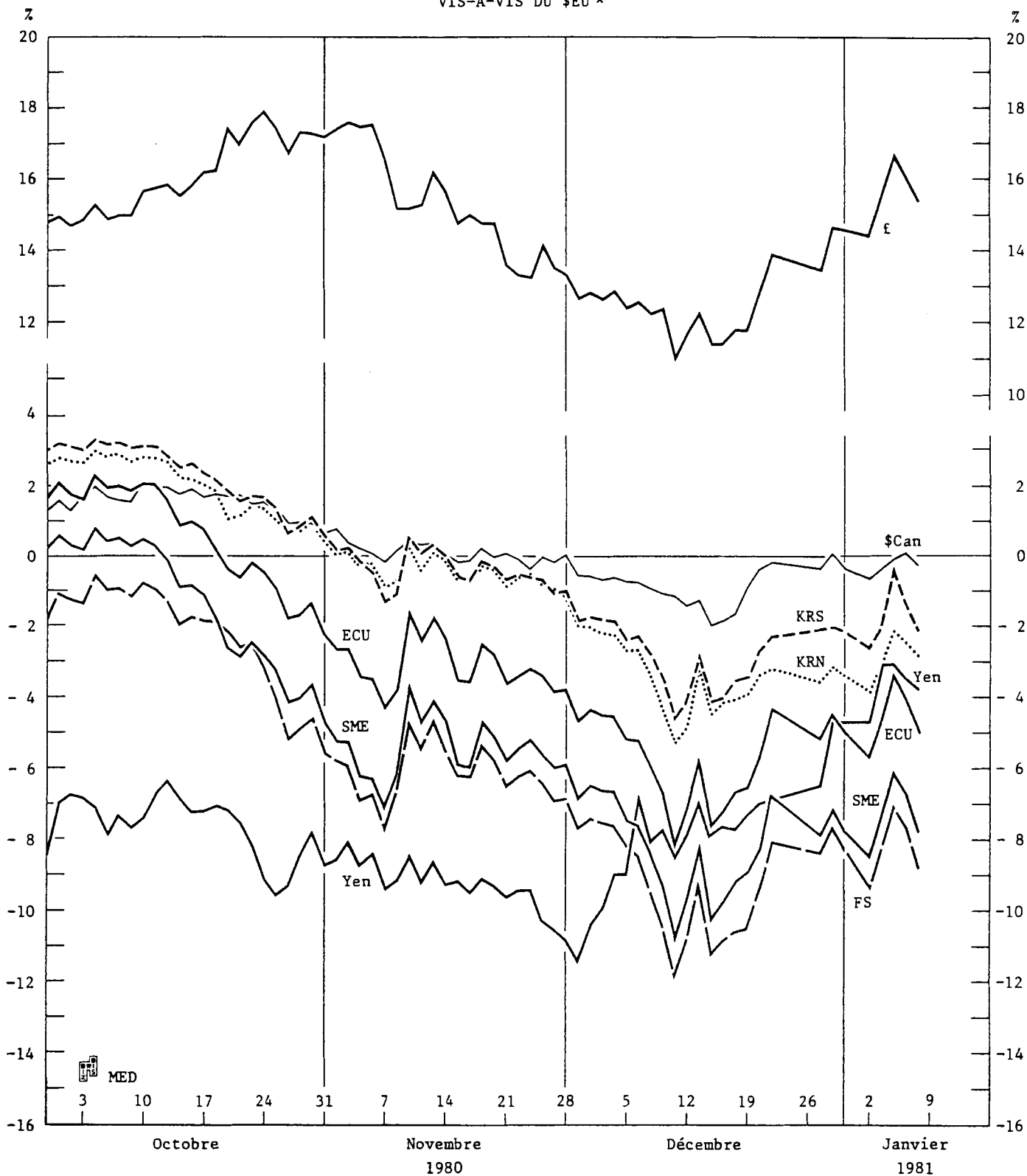
Selbst bei fallenden Dollarkursen kauften aber Oelkonzerne und andere Gesellschaften Dollar zu Zahlungszwecken. Diese Nachfrage löste alsbald wieder eine Wende im Kursverlauf des US-Dollars aus, der sich anschliessend noch stärker befestigte, als sich die Erwartungen auf einen bevorstehenden Rückgang der Zinsen in den Vereinigten Staaten abschwächten. Am 8. Januar erhielt der Dollar weiteren Auftrieb, als das US-Schatzamt eine Vorausschätzung veröffentlichte, die einen erhöhten US-Leistungsbilanzüberschuss im Jahre 1981 beinhaltete. Am 9. Januar hatte der Dollar den grössten Teil seines in den vorangegangenen Tagen erlittenen Kursverlusts wieder wettgemacht.

Das Pfund Sterling notierte mit Kursgewinnen von 1/2% gegenüber dem Dollar und 1% gegenüber den kontinentalen Währungen weiterhin fest. Auch der kanadische Dollar befestigte sich im Beobachtungszeitraum.

Innerhalb des EWS-Wechselkursmechanismus änderte sich die Reihenfolge der Währungen kaum. Der französische Franken und der holländische Gulden behaupteten ihre Position am oberen Ende des Kursbands. Die D-Mark verbesserte ihre Position leicht, während die dänische Krone etwas nachgab. Der belgische Franken verblieb am unteren Ende des 2 1/4%-Kursbands. Die italienische Lira musste weiterhin gestützt werden, um das Disagio gegenüber dem französischen Franken auf ungefähr 3 1/2% zu begrenzen.

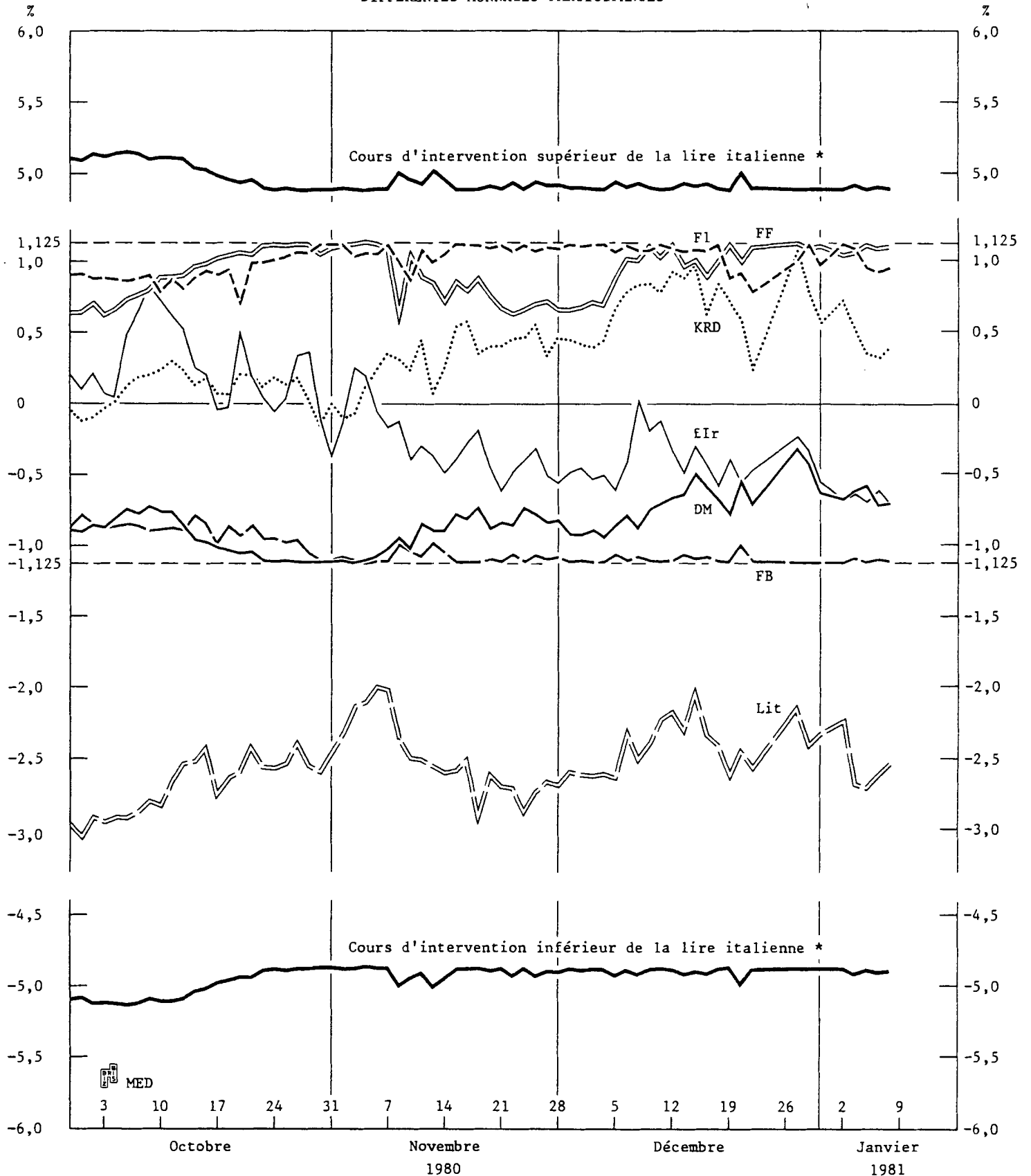
Die Bank von Japan intervenierte in beträchtlichem Umfang zur Kursregulierung des Yens. Insgesamt kaufte sie etwas mehr als US\$ 1,1 Mrd. in Tokio und New York. Unter den anderen Zentralbanken waren die Bank von Italien und die Schwedische Reichsbank die bedeutendsten Dollarverkäufer, während die Bank von Kanada die grössten Dollarkäufe tätigte.

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.

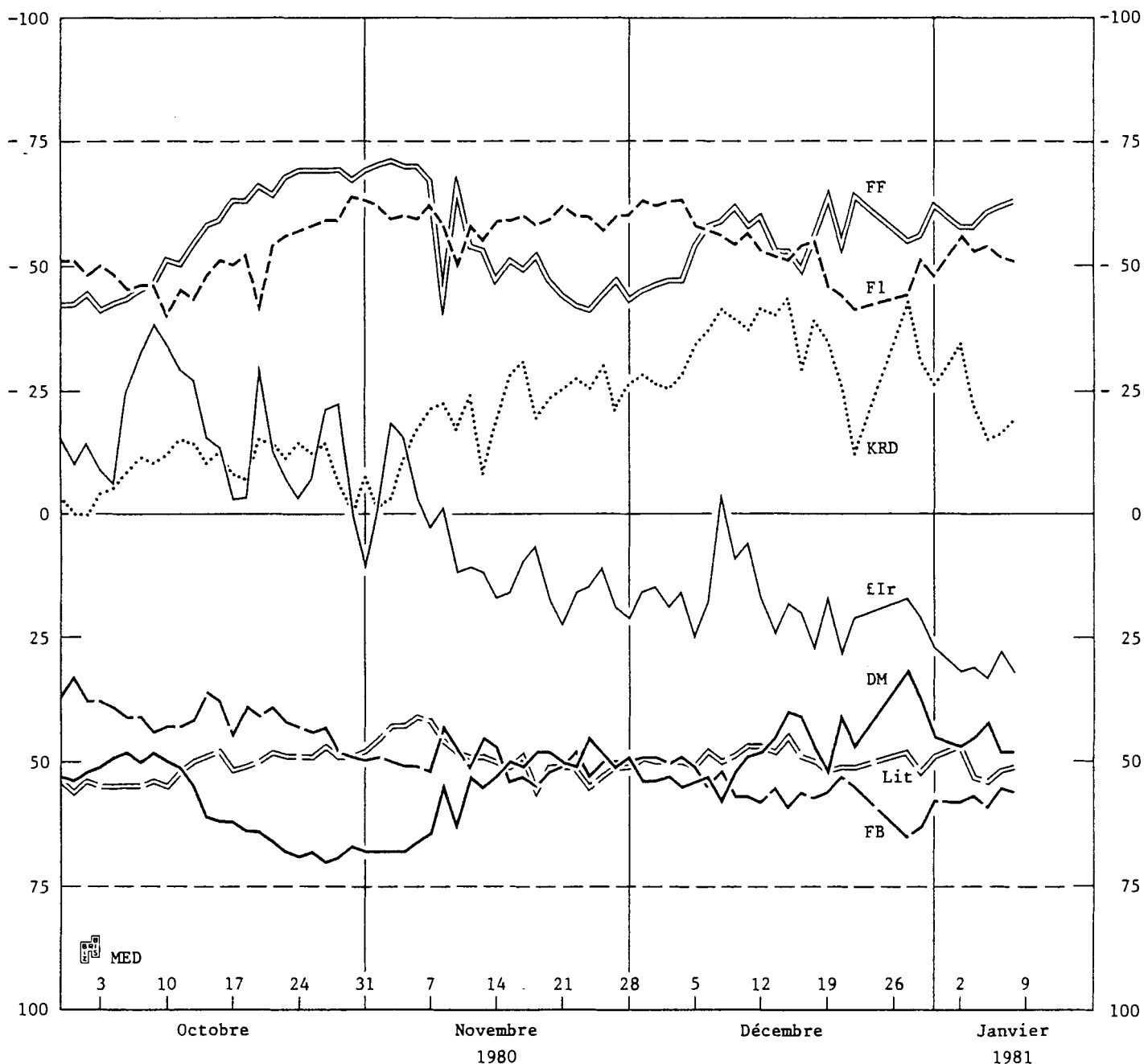
MOUVEMENTS A L'INTERIEUR DE LA GRILLE DE PARITES DU SME
 CALCULES SUR LA BASE DES COURS OFFICIELS DE L'ECU DANS LES
 DIFFERENTES MONNAIES PARTICIPANTES



* 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 $\pm 2,25\%$.

8 janvier 1981

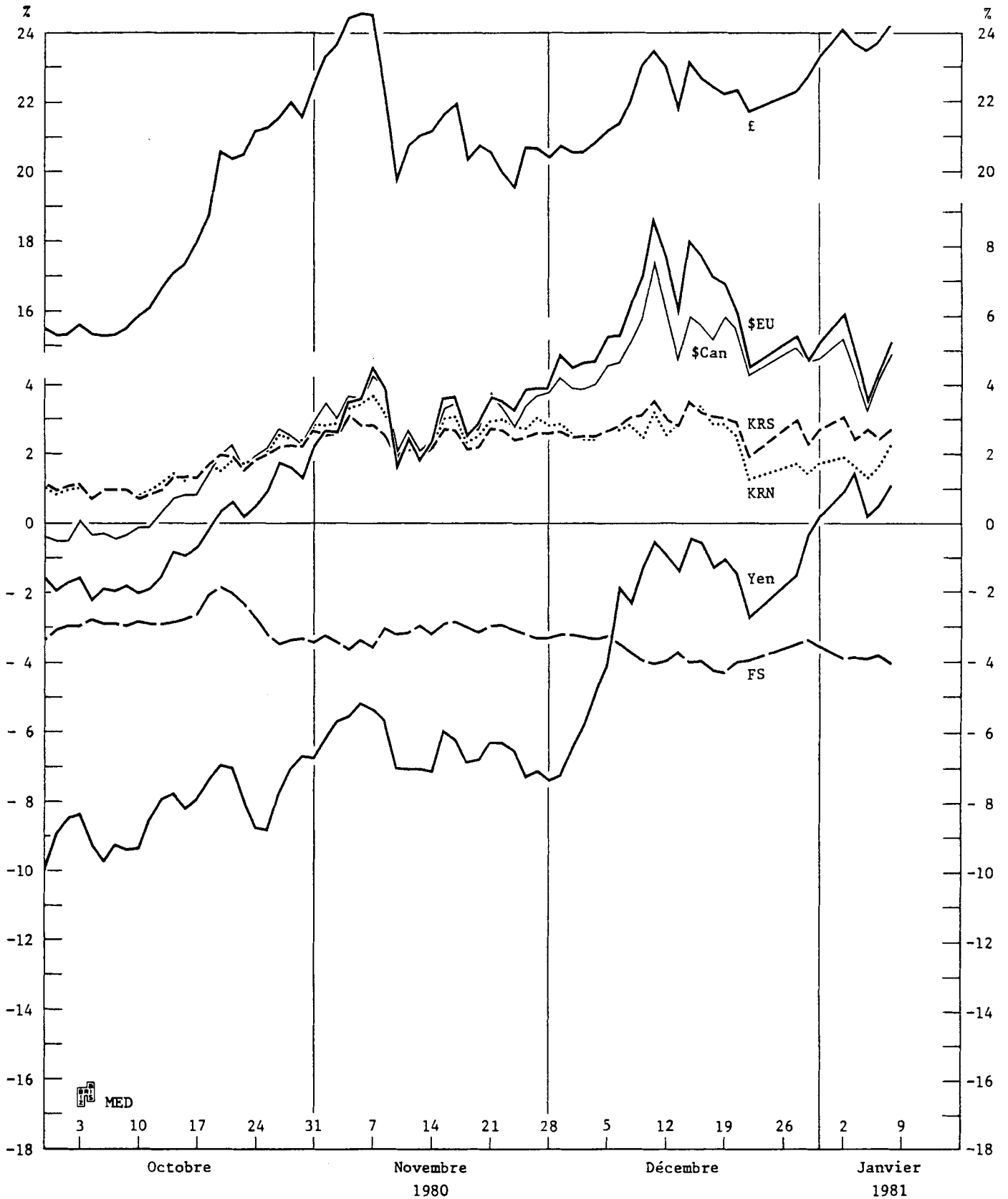
EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE *



* 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.

8 janvier 1981

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 *

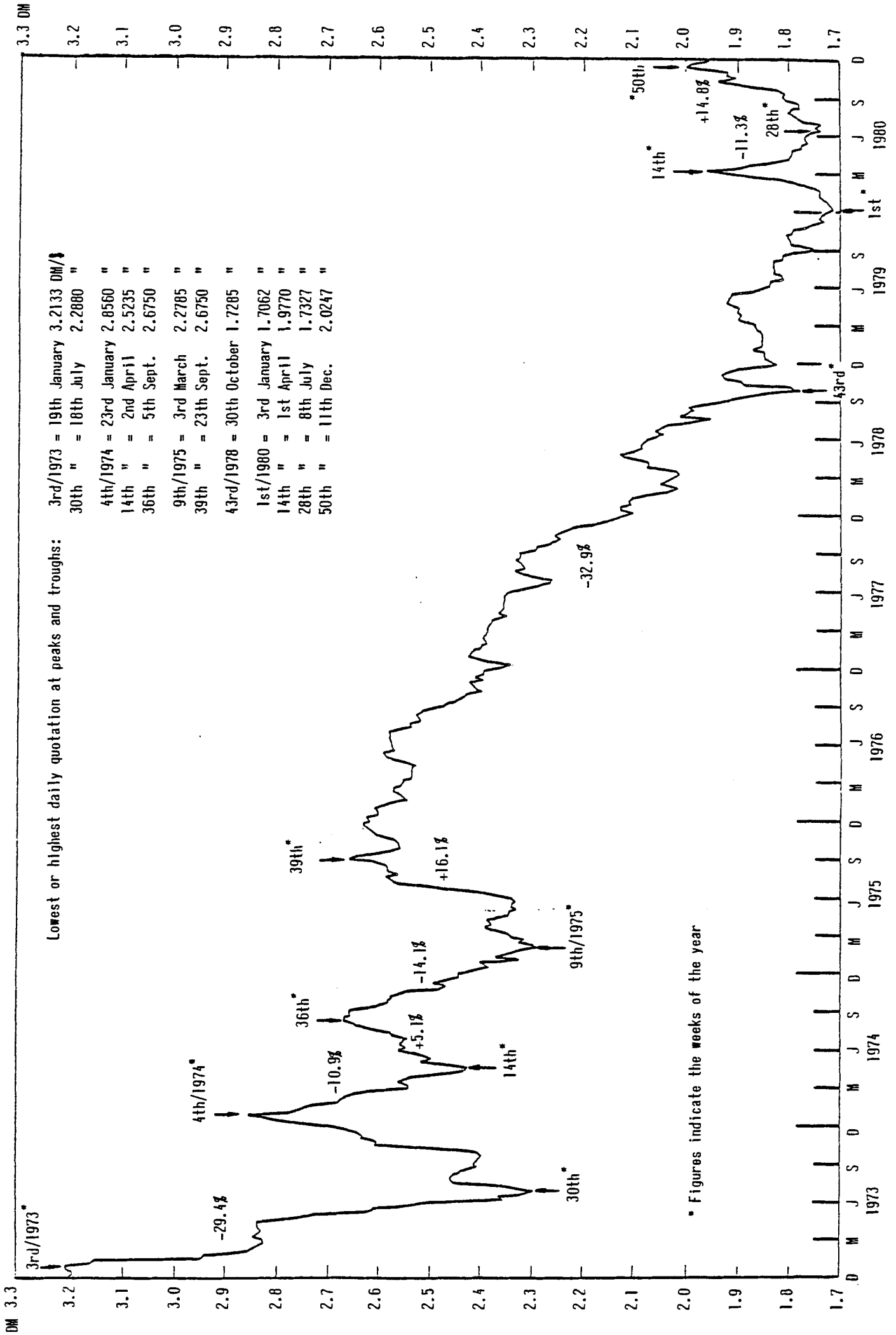


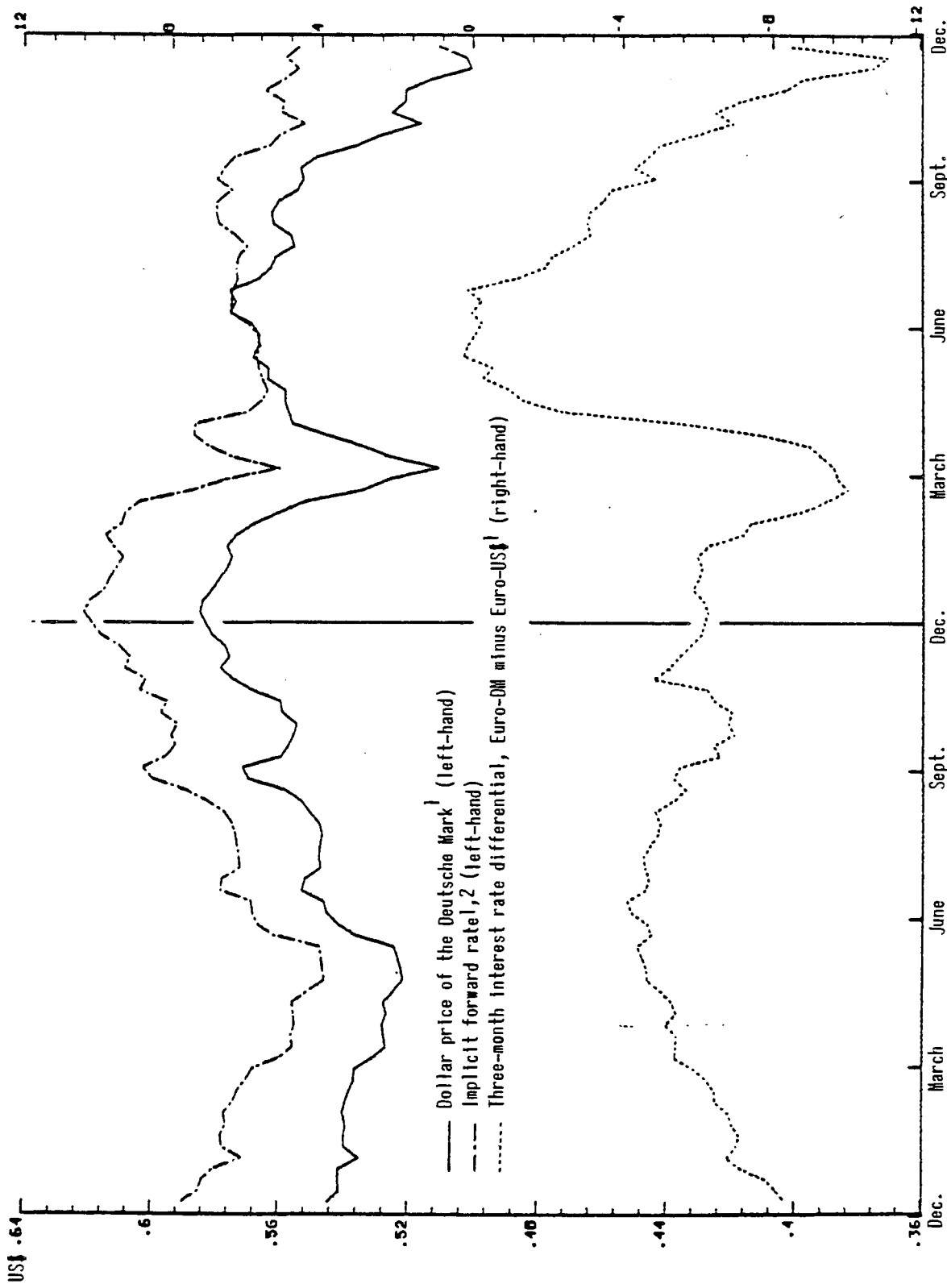
* £ 0,677119; \$Can 1,63377; FS 2,23280; KRS 5,88910; KRN 6,88210; Yen 266,000; \$EU 1,37773.

8 janvier 1981

Deutsche Mark price of the US dollar
(Weekly averages of daily quotations)

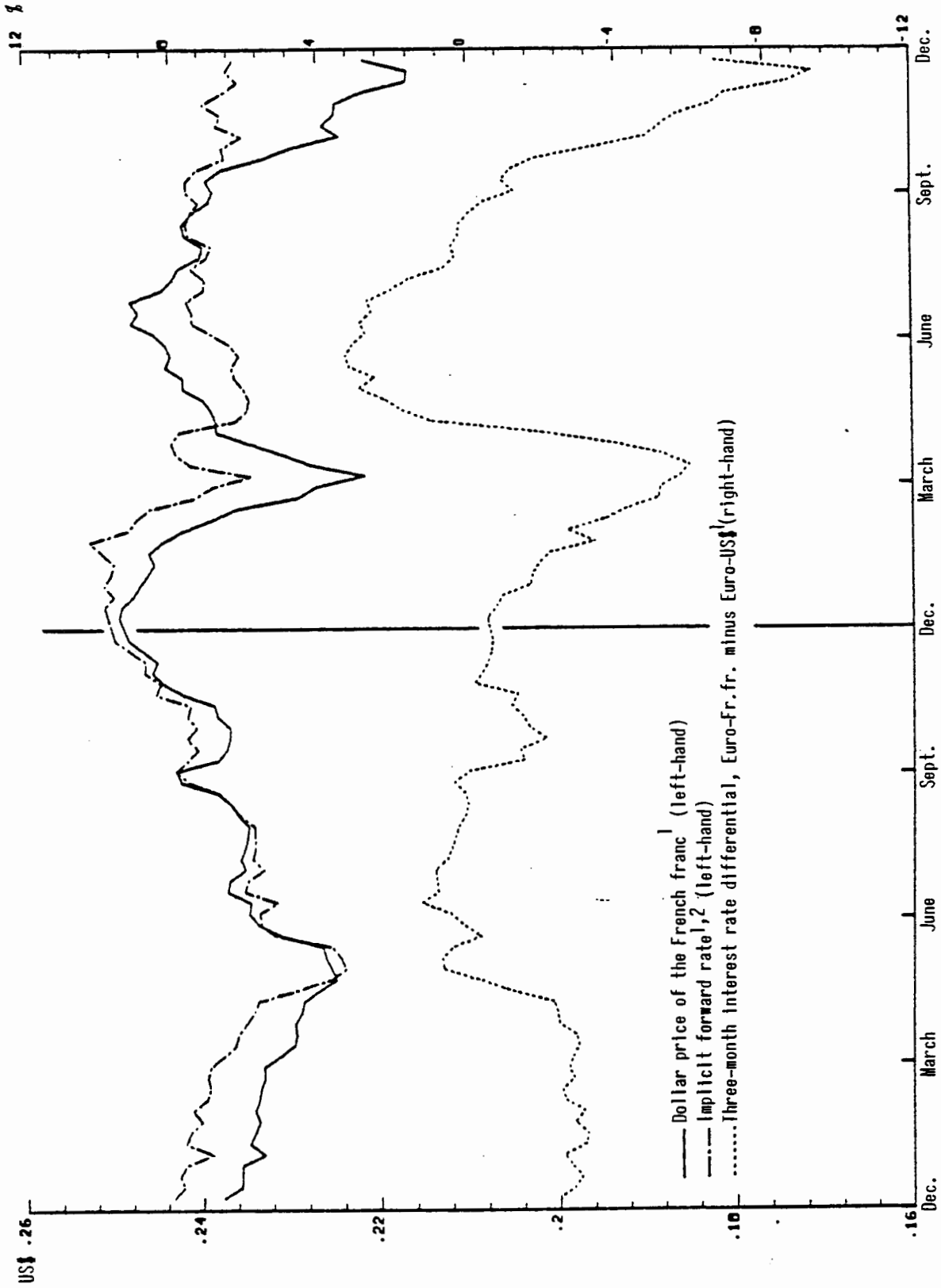
Graph 1





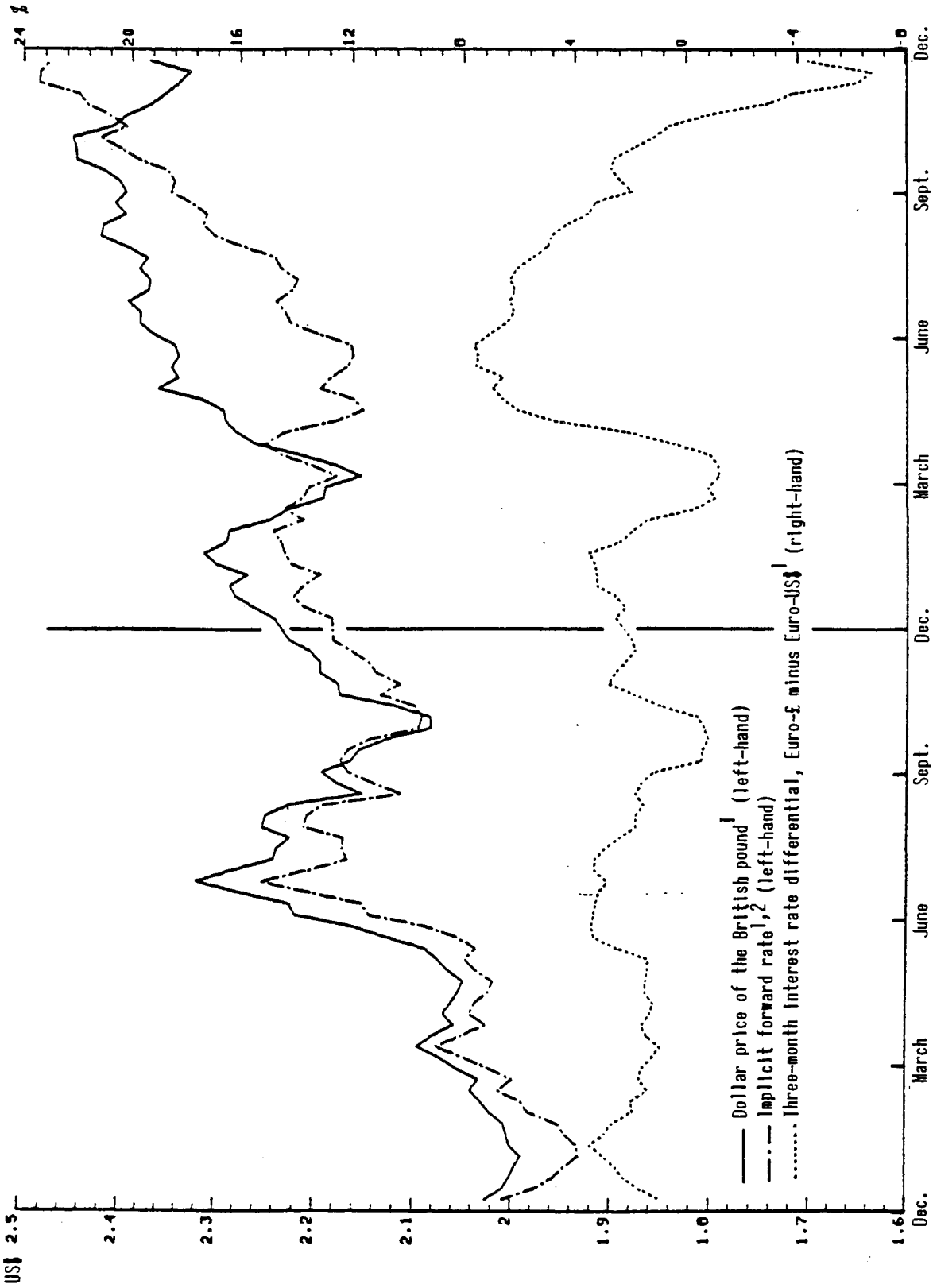
1 Weekly averages of daily quotations. 2 The implicit one-year forward rate, expressed as the dollar price of the Deutsche Mark, is calculated on the basis of the interest rate parity equation.

FRANCE



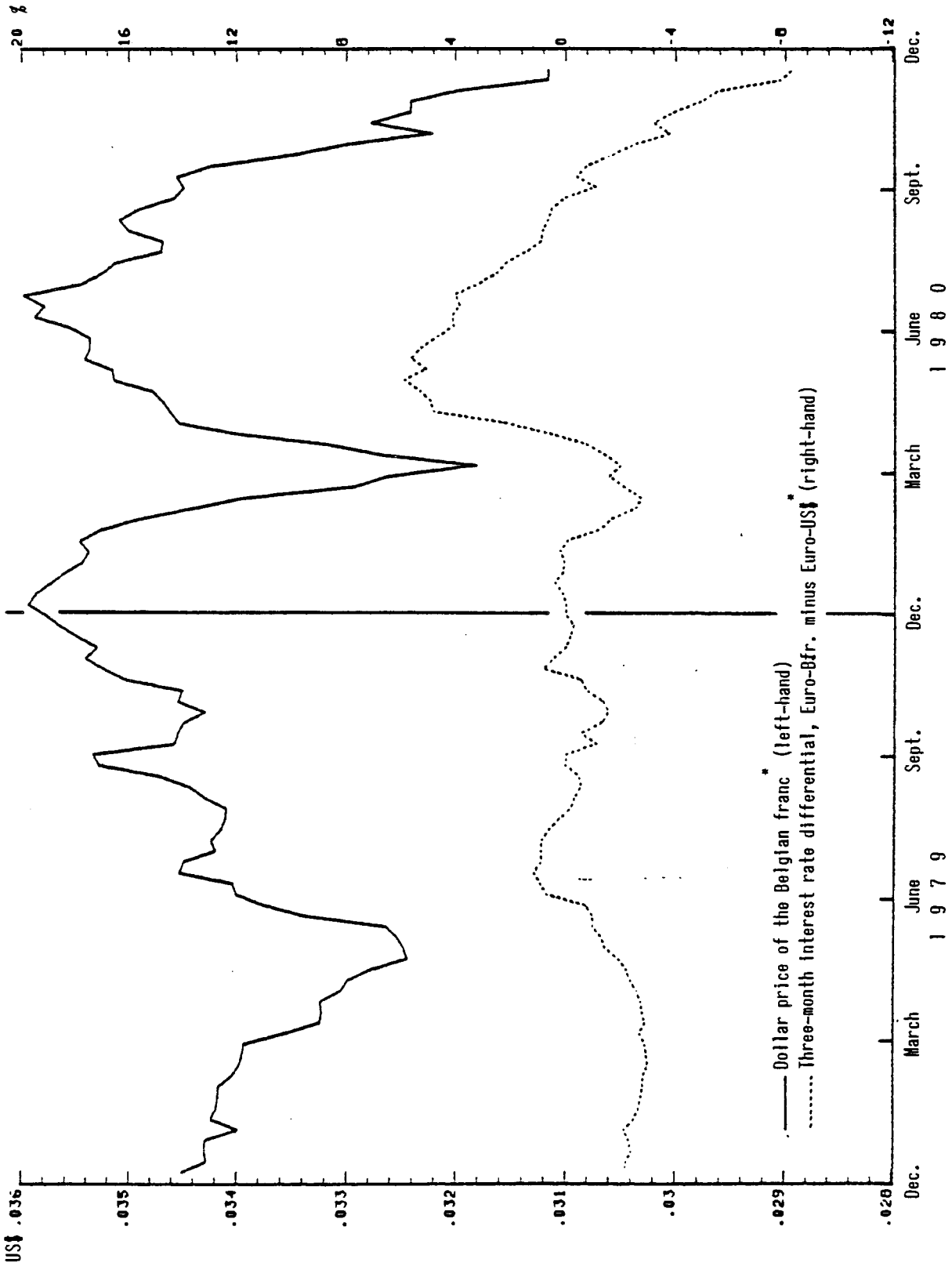
1 Weekly averages of daily quotations. 2 The implicit one-year forward rate, expressed as the dollar price of the French franc, is calculated on the basis of the interest rate parity equation.

UNITED KINGDOM



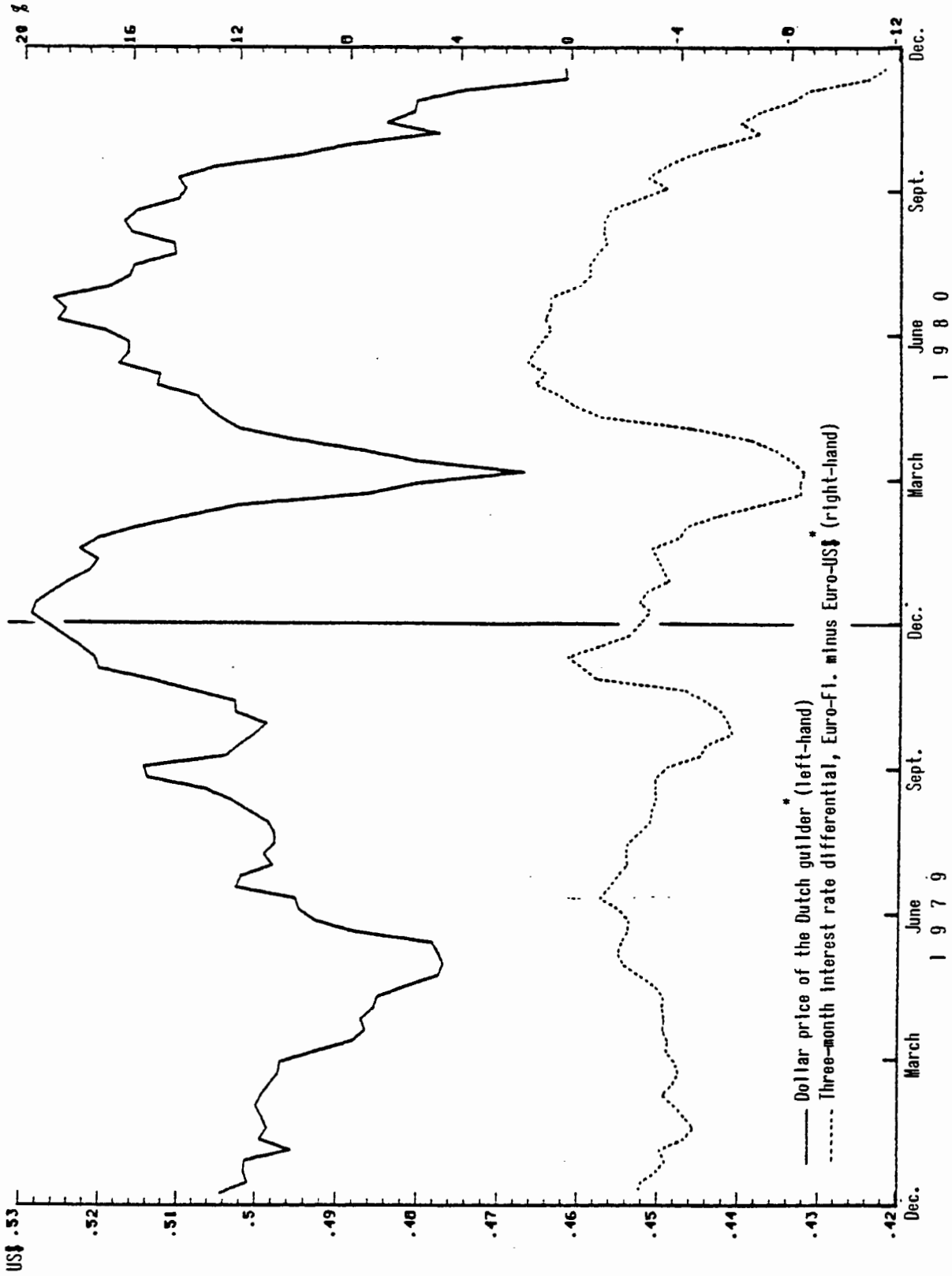
1 Weekly averages of daily quotations. 2 The implicit one-year forward rate, expressed as the dollar price of the British pound, is calculated on the basis of the interest rate parity equation.

BELGIUM



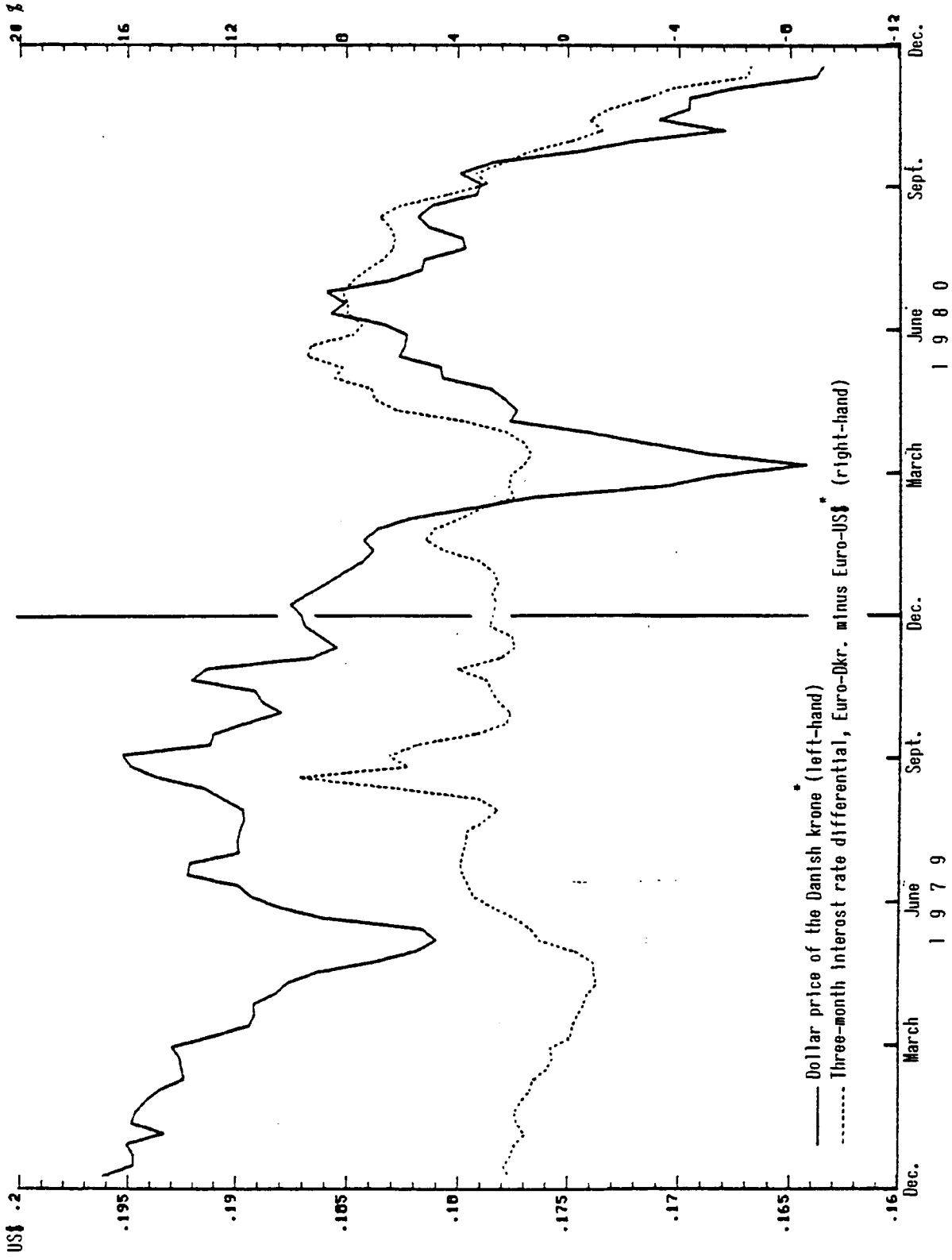
— Dollar price of the Belgian franc* (left-hand)
..... Three-month interest rate differential, Euro-Bfr. minus Euro-US\$* (right-hand)

* Weekly average of daily quotations.



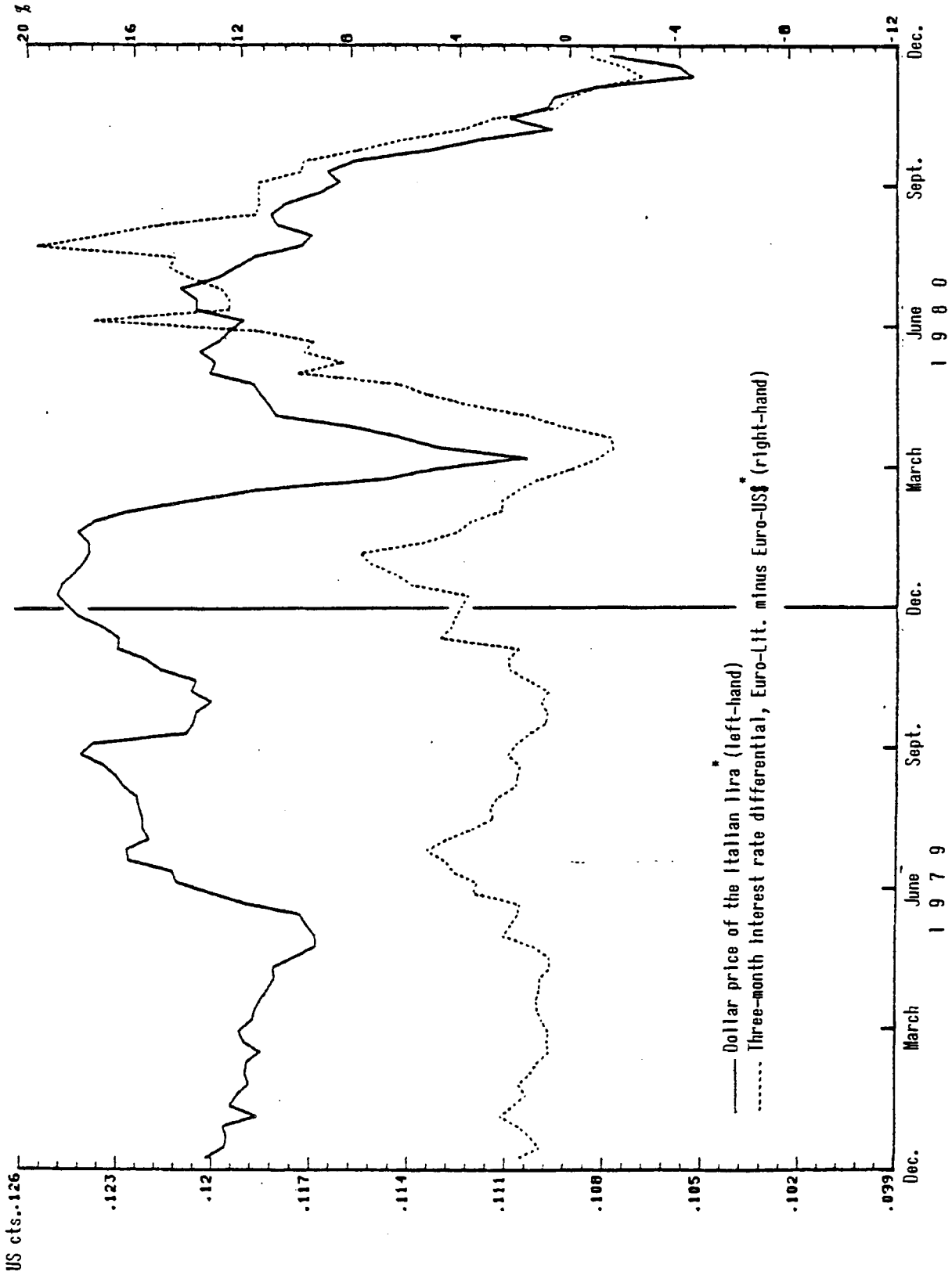
* Weekly average of daily quotations.

DENMARK



* Weekly average of daily quotations.

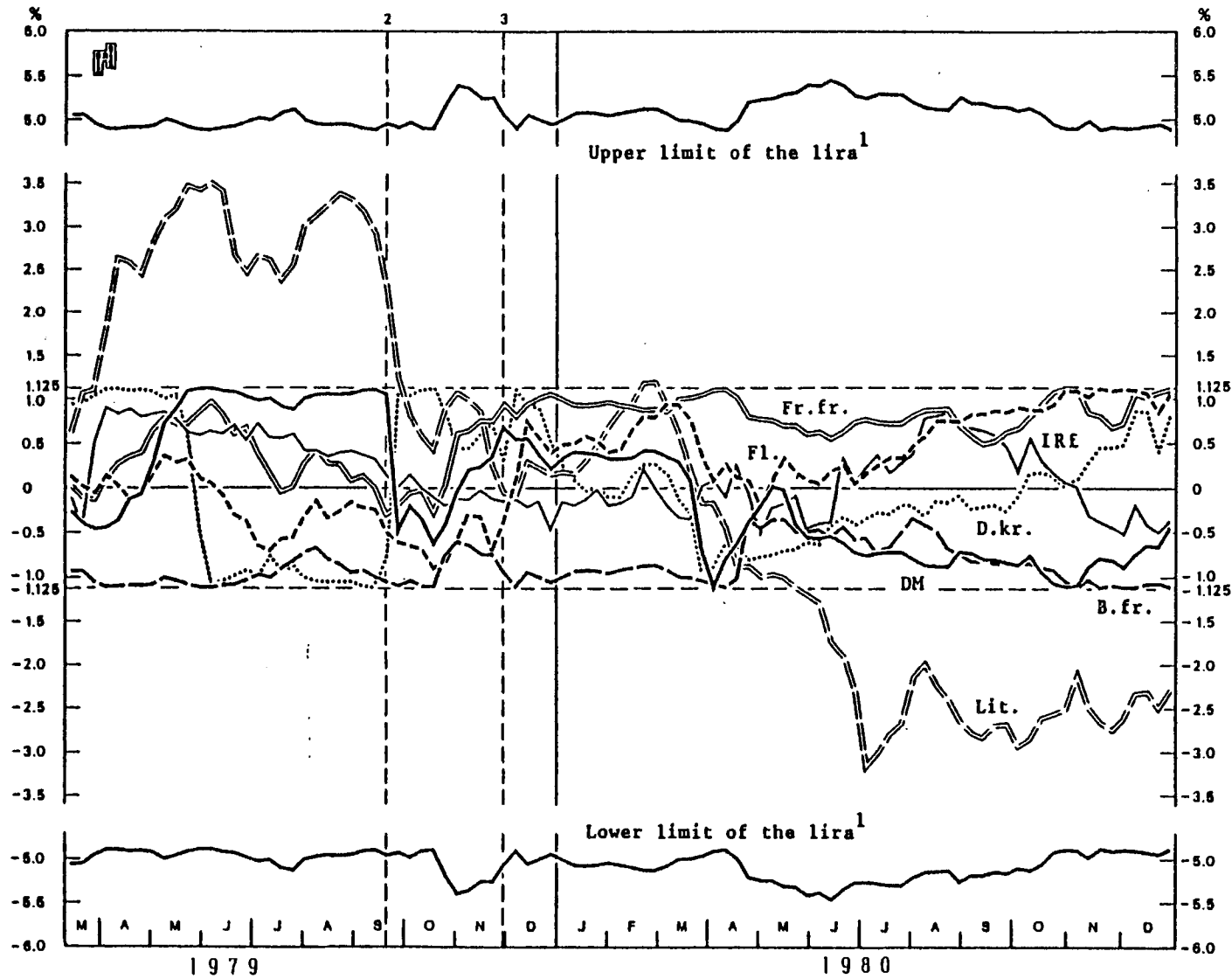
ITALY



— Dollar price of the Italian lira* (left-hand)
..... Three-month interest rate differential, Euro-Lit. minus Euro-US* (right-hand)

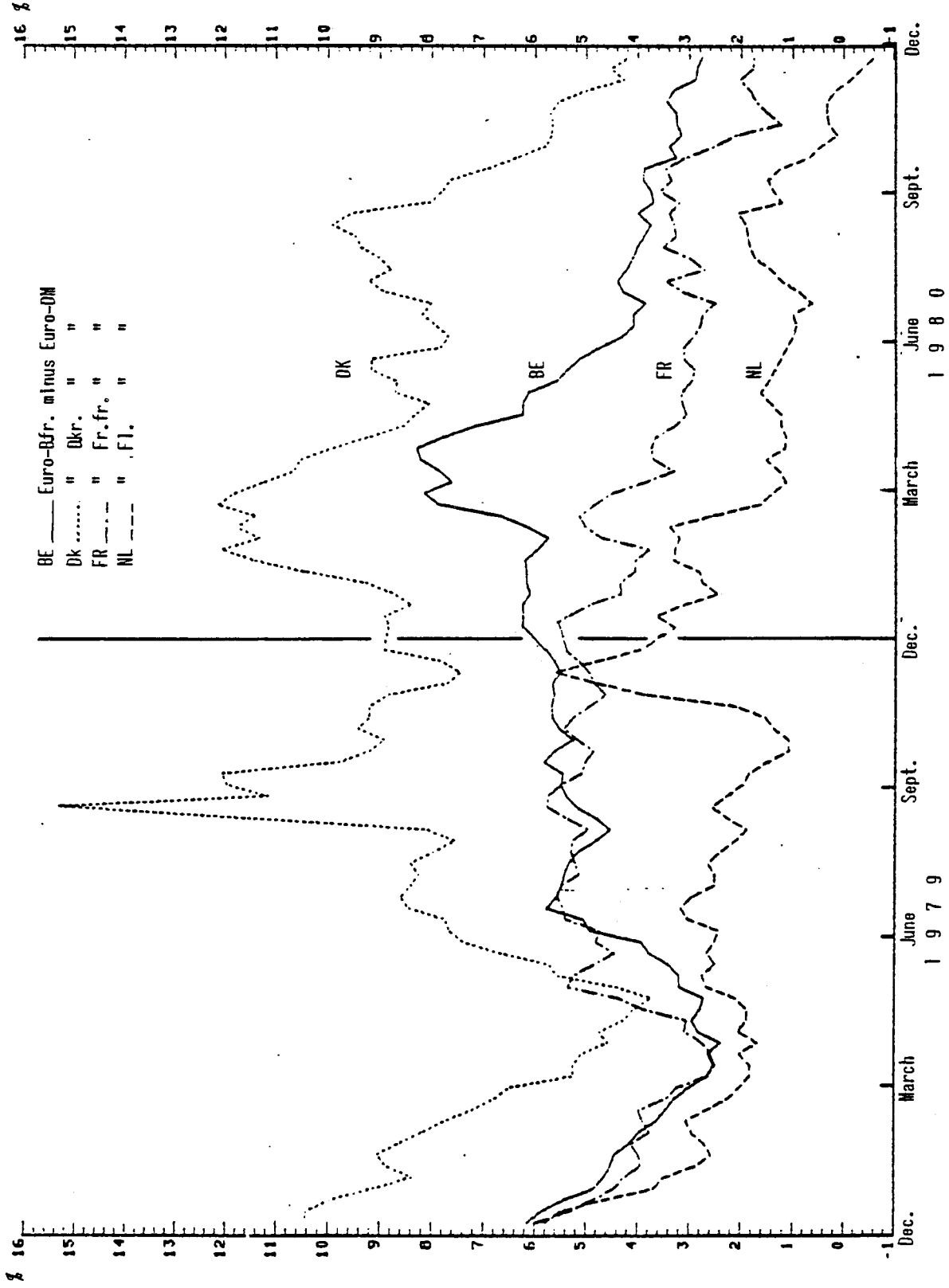
* Weekly average of daily quotations.

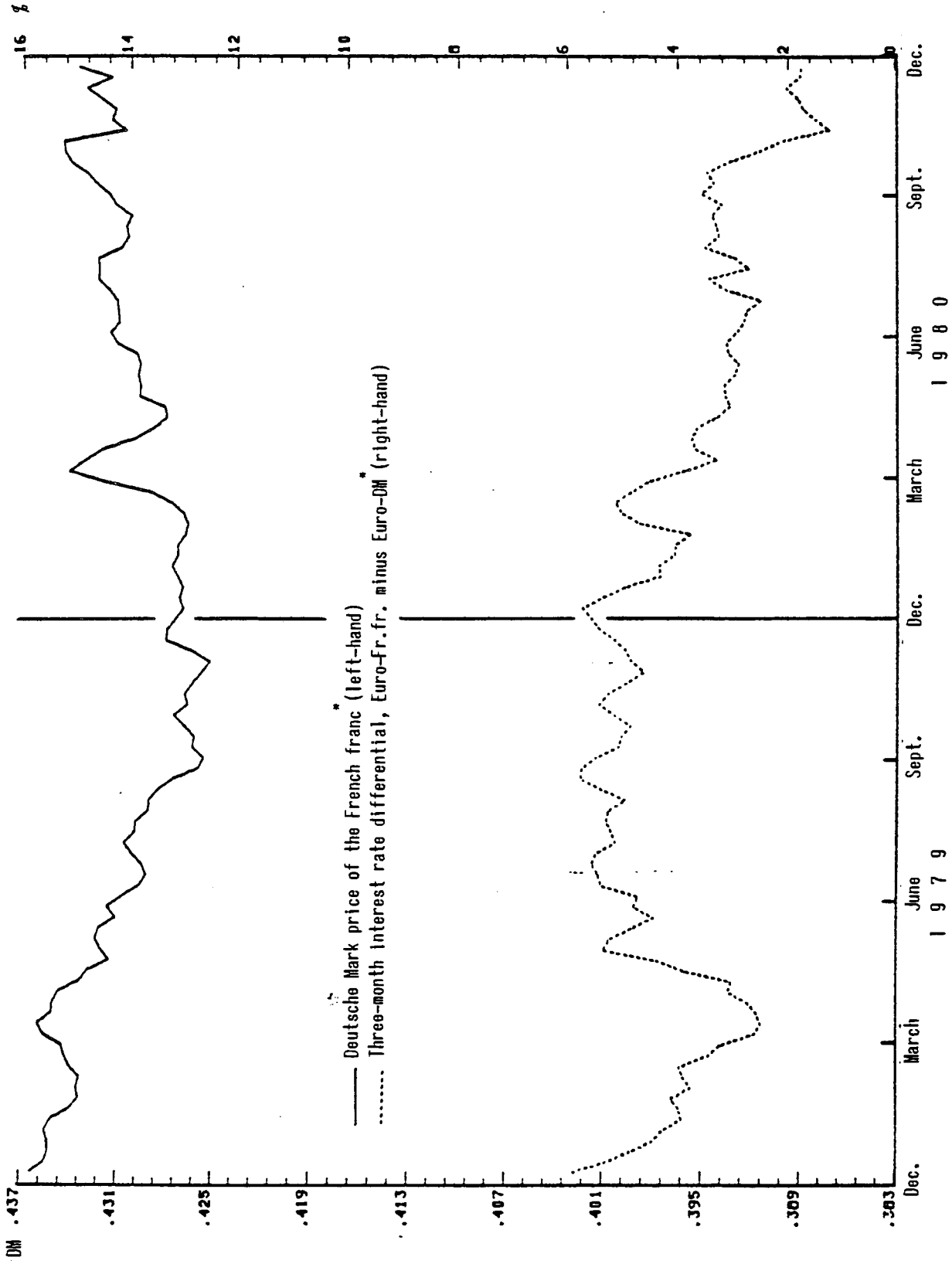
Exchange rates in the EMS exchange rate mechanism
 Weekly averages, in percentages, of participants' currencies in relation to their intervention point



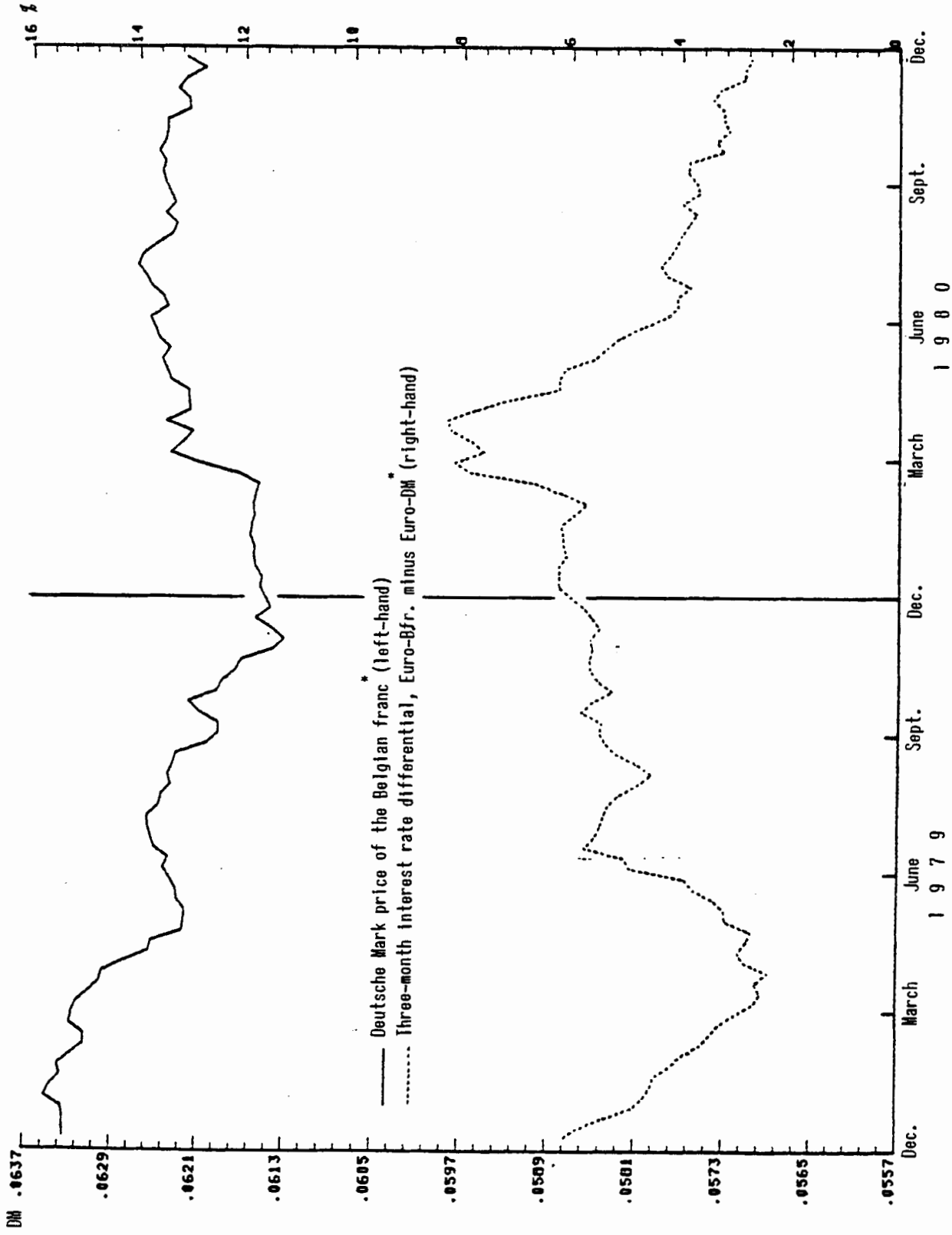
¹ The lira's position is shown by its percentage deviation from the weakest and the strongest currency within the 2% per cent. band; its maximum and minimum permissible position is indicated by the top and the bottom line in the graph.
² The realignment on 24th September 1979 (the Deutsche Mark was revalued by 5 per cent. vis-à-vis the Danish krone and by 2 per cent. vis-à-vis all other currencies). ³ On 30th November 1979 the Danish krone was devalued by 4.76 per cent. vis-à-vis all other participating currencies.

Three-month interest rate differentials between Euro-currencies and Euro-DM
Weekly average of daily quotations



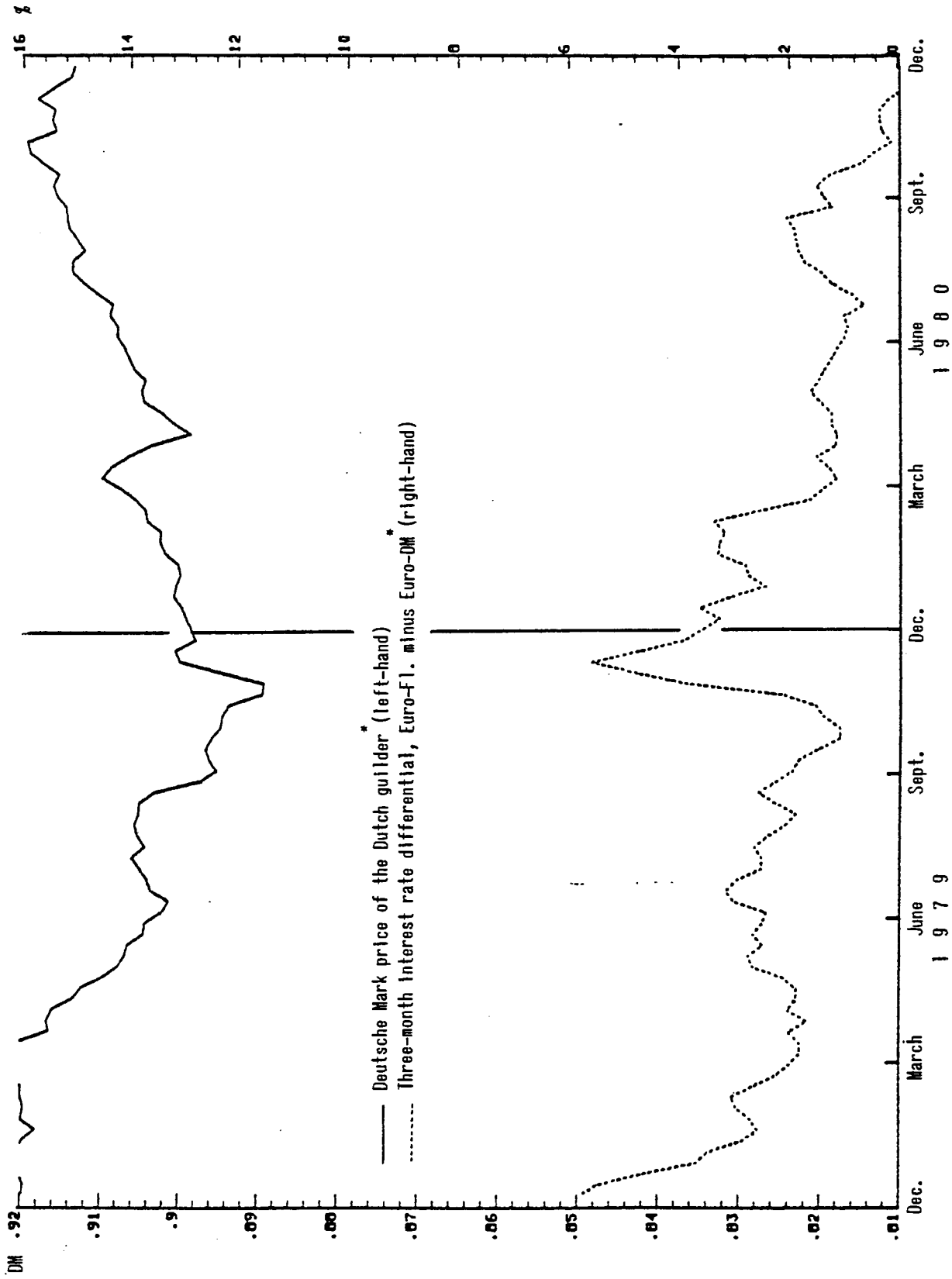


* Weekly average of daily quotations.

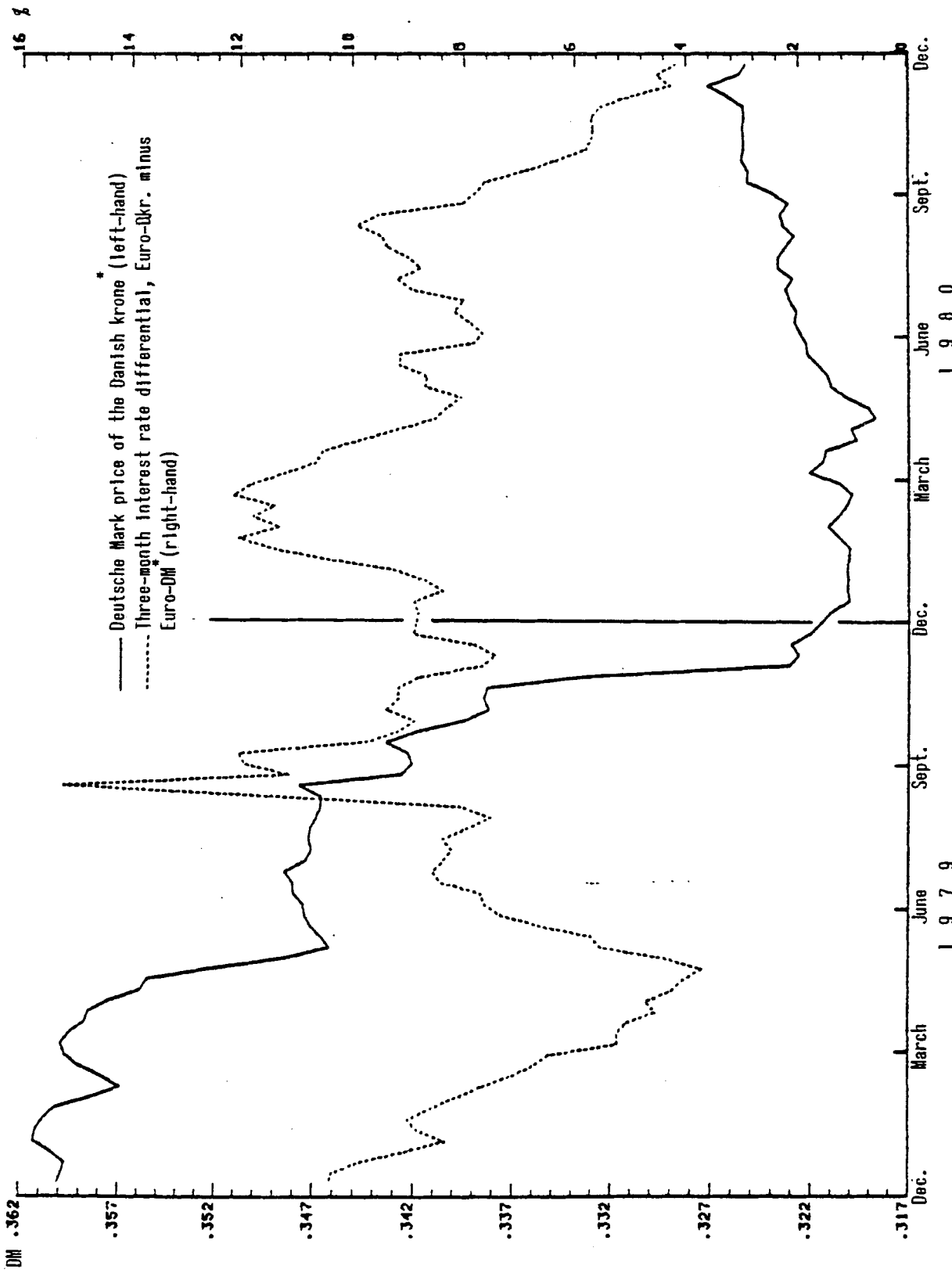


— Deutsche Mark price of the Belgian franc (left-hand)
..... Three-month interest rate differential, Euro-Bfr. minus Euro-DM* (right-hand)

* Weekly average of daily quotations.



* Weekly average of daily quotations.



*Weekly average of daily quotations.