

PROTOKOLL\* DER 155. SITZUNG DES  
AUSSCHUSSES DER PRAESIDENTEN DER ZENTRALBANKEN  
DER MITGLIEDSTAATEN DER EUROPAEISCHEN WIRTSCHAFTSGEMEINSCHAFT  
BASEL, DIENSTAG, 12. MAI 1981, 10 UHR

---

Anwesend sind: der Gouverneur der Bank of England und Ausschussvorsitzende, Herr Richardson, begleitet von den Herren Loehnis und Balfour; der Gouverneur der Banque Nationale de Belgique, Herr de Strycker, begleitet von Herrn Janson; der Gouverneur der Danmarks Nationalbank, Herr Hoffmeyer, begleitet von den Herren Mikkelsen und Dalgaard; Herr Gleske, Mitglied des Direktoriums der Deutschen Bundesbank, begleitet von den Herren Rieke, Kloft und von Rosen; der Gouverneur der Bank von Griechenland, Herr Zolotas, begleitet von den Herren Chalikias, Papanicolaou und Papageorgiou; der Sous-Gouverneur der Banque de France, Herr Lefort, begleitet von Herrn 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 de Beaufort Wijnholds und Hazenberg; der Generaldirektor für Wirtschaft und Finanzen der Kommission der Europäischen Gemeinschaften, Herr Padoa-Schioppa, begleitet von den Herren Boyer de la Giroday, Kees und Louw; der Kommissar für die Bankenaufsicht des Grossherzogtums Luxemburg, Herr Jaans. Zugegen sind ferner die Vorsitzenden der Experten-  
gruppen, die Herren Heyvaert und Raymond. Ebenfalls anwesend sind der Generalsekretär des Ausschusses, Herr Morelli, und sein Beigeordneter, Herr Bascoul, sowie die Herren Scheller und Mortby und die Herren Lamfalussy und Dagassan.

I. Billigung des Protokolls der 154. Sitzung

Wegen der späten Verteilung des Entwurfs des Protokolls der 154. Sitzung vom 14. April 1981 schlägt der Vorsitzende vor, für die Billigung eine zusätzliche Frist von einer Woche, d.h. bis zum 20. Mai

---

\* Endgültige, in der Sitzung vom 14. Juni 1981 gebilligte Fassung, die gegenüber dem Entwurf nur einige Aenderungen redaktioneller Art aufweist.

1981, einzuräumen. Infolgedessen gilt das Protokoll vorbehaltlich der Aenderungen, die das Sekretariat in der Zwischenzeit erhält und die im endgültigen Text berücksichtigt werden, an diesem Datum als genehmigt.

II. Gedankenaustausch über das Funktionieren der innergemeinschaftlichen Konzertation sowie die monetäre Entwicklung in den EWG-Ländern: Vorlage des Berichts über die Entwicklung an den Devisenmärkten der an der Konzertation beteiligten Länder im April und in den ersten Maitagen 1981 durch Herrn Heyvaert; Verabschiedung des Ausschussberichts an die Finanzminister der EWG-Länder

Herr Heyvaert fasst kurz die wesentlichen Punkte des dem Protokoll beigegeführten Berichts zusammen und kommentiert sie; ausserdem erläutert er in knappen Zügen die nach Fertigstellung dieses Berichts am Devisenmarkt eingetretenen Ereignisse.

Der Vorsitzende dankt Herrn Heyvaert für seine Ausführungen und stellt die Annahme des Berichts durch den Ausschuss fest. Ferner teilt er den Zentralbankpräsidenten mit, dass infolge von Herrn Heyvaerts Abwesenheit im Juli in diesem Monat Herr Sangster von der Bank of England den Vorsitz in der "Konzertationsgruppe" führen und dem Ausschuss auch den Bericht vorlegen werde.

III. Prüfung der Geldpolitik der EWG-Mitgliedsländer und deren Koordinierung auf der Grundlage des Berichts Nr. 18 der Expertengruppe Raymond und der Monatlichen Statistiken

Auf Einladung des Vorsitzenden erläutert Herr Raymond den Bericht Nr. 18 und geht zunächst auf einige Verfahrensfragen und danach auf die Hauptpunkte des Berichts ein.

A. Verfahrensfragen

Die Expertengruppe habe sich bemüht, den Bericht Nr. 18 möglichst kurz zu fassen und im Text selber lediglich Ueberlegungen allgemeiner Natur festzuhalten und auf Länderbeschreibungen zu verzichten.

Die Expertengruppe sei in früherer Zeit gelegentlich aufgefordert worden, einige spezielle Fragen zu untersuchen, beispielsweise die vom öffentlichen Sektor angewandten Verfahren bei der Auslandsverschuldung, die in der Anlage zum Bericht Nr. 17 behandelt worden seien. Da dieses Thema aber noch nicht erschöpft sei, werde die Expertengruppe dem Ausschuss der Zentralbankpräsidenten in nächster Zeit einen Sonderbericht über die jüngste Entwicklung der Verschuldungspolitik der einzelnen Länder vorlegen. Die Gruppe sei selbstverständlich bereit, auf Wunsch des Ausschusses andere besondere Themen eingehender zu untersuchen und neben den Halbjahresberichten auch Sonderberichte vorzulegen.

#### B. Hauptpunkte des Berichts Nr. 18

1. Die amtlichen Geldmengenziele seien im allgemeinen Ende 1980 ziemlich genau und mit geringeren Schwierigkeiten als in den Vorjahren eingehalten worden.

2. Diesem formellen Ergebnis der Geldpolitik stehe eine abweichende Entwicklung des grundlegenden Wirtschaftsgeschehens in den meisten EWG-Ländern gegenüber: Die Preise, die Leistungsbilanzdefizite und die Wachstumsraten hätten ein weniger günstiges Verhalten gezeigt, als Anfang 1980 generell angenommen. Wenn diese Abweichung auch in hohem Masse auf gemeinschaftsexterne Ursachen zurückzuführen sei - in der Hauptsache auf die Anhebung der Energiepreise sowie die Entwicklung der Zinssätze in den USA und des Dollarkurses -, so bestehe doch zwischen den geldpolitischen und den wirtschaftspolitischen Ergebnissen ein Widerspruch.

3. Die Wirksamkeit der inländischen Geldpolitik der einzelnen Länder könne in Frage gestellt werden. Tatsächlich scheinen abgesehen von der zwangsläufig gegebenen Verzögerung der Auswirkungen auf die volkswirtschaftlichen Grössen und dem im Jahr 1980 aufgetretenen - wahrscheinlich kurzfristigen - Phänomen der Abschwächung der Ersparnisbildung der privaten Haushalte auch bestimmte interne Faktoren die Wirksamkeit der Geldpolitik herabzumindern. Zu nennen seien hier:

- die Tendenz der privaten Haushalte, geringere Kassenbestände als früher zu halten, wenn auch in einigen Ländern 1980 Anzeichen wieder steigender Kassenhaltung festzustellen waren;

- die geringere Bedeutung der Geldmengenaggregate in denjenigen Ländern, in denen beispielsweise die privaten Haushalte ihr Geld vermehrt in kurzfristigen Papieren (Schatzscheinen) anlegten, die gewissermassen Quasi-Geld darstellten;
- der Umstand, dass in den meisten Mitgliedsländern der Wirtschaftsfinanzierung - insbesondere dank der Aufnahme von Auslandskrediten - keine engen Grenzen gesetzt waren.

4. Die Geldpolitik müsse durch flankierende Massnahmen, insbesondere im Bereich der Einkommenspolitik, ergänzt werden. Ausserdem müsse die Finanzierung der wachsenden Haushaltsdefizite mit der globalen Geldmengensteuerung in Einklang gebracht werden; ebenso müsse die Auslandsverschuldung an die Finanzierung der Leistungsbilanzdefizite und an das - für unerlässlich gehaltene - Tempo beim Ausgleich dieser Defizite angepasst werden.

5. Ohne auf die Beziehungen zwischen der Geldpolitik der europäischen Länder und der Geldpolitik in den USA im einzelnen einzugehen, unterstreiche der Bericht die schwerwiegenden Nachteile, die sich für die EWG-Länder aufgrund des hohen Zinsniveaus in den USA und des steilen Anstiegs des Dollarkurses ergäben, und werfe die wichtige Frage auf, zu welchem Zeitpunkt die europäischen Länder versuchen sollten, der Entwertung ihrer Währungen gegenüber dem Dollar Einhalt zu gebieten, und welches Instrument sowie mit welcher Schärfe dieses Instrument eingesetzt werden müsste.

6. Die relative Ruhe an den Devisenmärkten innerhalb des EWS habe eine Annäherung des fundamentalen Wirtschaftsgeschehens nicht erlaubt. Es bestehe daher die wegen der relativen Schwäche der D-Mark ziemlich lange nicht offen zutage getretene Gefahr einer späteren Neuanpassung im System, die indes bestimmte Länder dazu zwingen könnte, äusserst starke und deshalb unter dem Gesichtspunkt der Geldmengensteuerung im Inland wahrscheinlich nachteilige Zinssatzänderungen vorzunehmen.

Der Vorsitzende dankt Herrn Raymond für seine Ausführungen und für den hervorragenden Bericht, den er mit der Expertengruppe erarbeitet hat. Er hebt hervor, dass zwei wichtige Fragen die Hauptthemen dieses Berichts bildeten, nämlich die Entwicklung der monetären Aggregate und der Geldpolitik innerhalb der einzelnen Länder einerseits und die Entwicklung der externen Faktoren und der Beziehungen zu den USA andererseits. Diese zweite Frage, der der Ausschuss bereits in den beiden letzten Sitzungen seine Aufmerksamkeit geschenkt habe, bilde den Uebergang zum nächsten Punkt der Tagesordnung.

Herr Lamfalussy bringt die nachstehend zusammengefassten Bemerkungen vor.

Die hauptsächlichlichen Schlussfolgerungen des Berichts Nr. 18 seien richtig und wohlbegründet, insbesondere:

- die Feststellung, dass die 1980 in den einzelnen Ländern verfolgte Geldpolitik trotz formeller Einhaltung der Zielgrössen insgesamt gesehen nicht restriktiv gewesen sei (in diesem Zusammenhang wäre vielleicht darauf hinzuweisen, dass bei Auftreten eines aussenwirtschaftlichen Defizits für das Land weniger das Geldmengenziel, sondern vielmehr das inländische Kreditziel von Wichtigkeit sei);

- die Feststellung, dass die Geldpolitik durch flankierende Massnahmen in anderen Bereichen ergänzt werden müsse.

Es sei indessen klar, dass die Geldpolitik, auch wenn sie selber bei der Inflationsbekämpfung unwirksam sei, eine unabdingbare Voraussetzung für diese Bekämpfung bleibe und einen gewissen Einfluss auf die Inflationserwartungen ausübe. Wenn die Geldpolitik im Jahr 1980 insgesamt gesehen in den einzelnen Ländern nicht restriktiv genug gewesen sei, so scheine dies insbesondere für Deutschland zuzutreffen. Die aussenwirtschaftliche Lage dieses Landes hätte die Deutsche Bundesbank veranlassen müssen, statt eines Geldmengenziels ein binnenwirtschaftliches Kreditziel anzusteuern. Dieser Sachverhalt sei von den Wirtschaftssubjekten erkannt worden und habe negative Erwartungen, die der am Devisenmarkt eingetretenen Entwicklung nicht fremd seien, begünstigen können. Die deutsche Politik sei seither geändert worden, doch liessen sich aus diesem kurzen Ueberblick über die vergangenen Ereignisse gewisse Schlussfolgerungen für die Zukunft ziehen.

#### Debatte des Ausschusses

Der Vorsitzende kommt auf die von Herrn Raymond angeführte Paradoxie zurück. Im Vereinigten Königreich sei diese Paradoxie bestimmt viel ausgeprägter gewesen, wenn auch in umgekehrter Richtung, als in den anderen EWG-Ländern: Gemessen an den gesetzten Zielen habe die Geldpolitik keinen Erfolg zu verzeichnen gehabt; wenn man sie hingegen nach ihren Auswirkungen beurteile, so sei das Gegenteil der Fall; sie sei mit

deutlich erkennbarer Schärfe durchgeführt worden und habe eine spürbare Dämpfung der Inflation über den Weg der Aufwertung des Pfund Sterling bewirkt. Ebenfalls entgegengesetzte Erfahrungen als die anderen EWG-Länder habe Grossbritannien gemacht sowohl bei der Haushaltsgebarung, die deutlich restriktiv war, als auch beim Unternehmenssektor, dessen Lage sich verschlechterte, und bei der Ersparnisbildung der Haushalte, die sehr hoch war. Der Sparüberschuss der privaten Haushalte habe jedoch über das Bankensystem dem Unternehmenssektor zugeleitet werden müssen.

Herr Gleske dankt Herrn Raymond und der Expertengruppe für den ausgezeichneten Bericht, dessen allgemeiner Linie und dessen Schlussfolgerungen er sehr weitgehend beipflichtete. Heute könne man im Lichte der Erfahrungen tatsächlich, wie dies Herr Lamfalussy bereits getan habe, sagen, dass angesichts des Defizits in der Leistungsbilanz die deutsche Geldpolitik 1980 nicht restriktiv genug gewesen sei, selbst wenn das Wachstum der Zentralbankgeldmenge knapp bei der unteren Ziffer der Zielspanne gelegen habe. Im Laufe der letzten Monate habe dieses Wachstum die Tendenz gezeigt, sich zu beschleunigen und die Untergrenze der neuen Zielspanne für 1981 deutlich zu überschreiten. Diese betrage 4 bis 7%, sei also etwas niedriger als 1980, und in Anbetracht der weiterhin defizitären Leistungsbilanz habe man den Vorsatz, das Geldmengenwachstum bei der Untergrenze zu halten. Die letzten Statistiken zeigten allerdings einen Zuwachs von 5,7% und sogar von 5,9 bzw. 6,2%, wenn man auch das von Herrn Raymond erwähnte Quasi-Geld einbeziehe.

Die Geldmengenausweitung sei also trotz des hohen inländischen Zinsniveaus und des bedeutenden Leistungsbilanzdefizits nach wie vor zu lebhaft. Dieses Defizit scheine viel hartnäckiger zu sein und viel weniger leicht abgebaut werden zu können als vorausgesehen, und selbst wenn sich nach den schlechten Ergebnissen des ersten Quartals 1981 eine gewisse Verbesserung einstellen sollte, so würde das Defizit für das ganze Jahr doch höher ausfallen als im Jahre 1980. Ursachen für diese Entwicklung seien auch die Strukturveränderungen der letzten 10 Jahre, die die Wettbewerbsfähigkeit der Wirtschaft insgesamt beeinträchtigt hätten. So sei z.B. der Anteil der öffentlichen Ausgaben mit Schwergewicht auf den Verbrauchsausgaben von 36-37% des BSP zu Beginn der siebziger Jahre auf heute 48% angestiegen. Trotz der hohen Sparrate der privaten Haushalte würden diese öffentlichen Ausgaben mehr und mehr auf Kosten der Investitionen finanziert.

Durch die Wertminderung der D-Mark habe sich die Wettbewerbsposition der deutschen Industrie hinreichend verbessert, aber die Auswirkung auf die Leistungsbilanz lasse auf sich warten, unter anderem wegen der "J-curve-Effekte". Je länger aber die gewünschte Leistungsbilanzverbesserung auf sich warten lasse, desto stärker werde die Währung unter Druck geraten. Theoretisch müsse man also die Zinssätze anheben, doch in der Praxis sei dies sehr schwierig insbesondere angesichts des Dilemmas, das sich aus der Position der D-Mark im Europäischen Währungssystem und der Konjunkturschwäche der Binnenwirtschaft ergeben habe.

Herr Ciampi äussert sich anerkennend über die hohe Qualität des Berichts der Expertengruppe unter dem Vorsitz von Herrn Raymond und bittet diesen, im Sinne des Berichts Nr. 18 fortzufahren, d.h. knapp und klar abgefasste Texte auszuarbeiten, in denen die Sachzwänge und die politischen Optionen deutlich herausgearbeitet seien. In Italien sei wegen des hohen Defizits des öffentlichen Sektors die Geldmengensteuerung kompliziert, insbesondere weil es sehr schwer sei, die öffentlichen Ausgaben in Schranken zu halten. Die hochgradige Abhängigkeit des Landes von Energie- und Rohstoffeinfuhren sowie die Dollarhausse wirkten sich heftig auf das Zahlungsbilanzdefizit aus. Angesichts dieses Defizits sei es richtig, die Geldpolitik stärker auf das globale Kreditaggregat als auf die Geldmenge abzustellen. Dies geschehe in Italien, wo für die globale inländische Kreditausweitung im Jahr 1981 eine Grösse festgesetzt worden sei, die gegenüber Herbst 1979 eine Verminderung des Verhältnisses dieser globalen Kreditmenge zum BSP um zwei Punkte bedinge.

Was die die Geldpolitik flankierenden Massnahmen anbelange, so habe die Regierung sich verpflichtet, den Finanzbedarf des öffentlichen Sektors zu reduzieren, und es seien Verhandlungen mit den Gewerkschaften im Gange, um zu einer Vereinbarung über die Löhne und namentlich die Indexierung zu gelangen, doch bisher sei das Ziel noch nicht erreicht worden.

Herr Murray äussert sich ebenfalls anerkennend über die sehr nützliche Arbeit, die Herr Raymond und seine Expertengruppe geleistet haben. Der Bericht Nr. 18 mache auf Probleme wie die Politik der öffentlichen Ausgaben aufmerksam, die durchaus bekannt, aber nicht so bald aus der Welt zu schaffen seien.

Herr Murray äussert eine Bemerkung zum letzten Satz von Kapitel II des Berichts (Seite 7 des englischen Textes, Seite 8 oben des französischen Textes), welcher lautet: "Eine restriktiv gehandhabte Geldpolitik wird sich auf die Wirtschaftstätigkeit nur auf kurze Sicht nachteilig auswirken; die meisten Länder sehen in den Erfolgen, die sie auf längere Sicht an der Inflationsfront erzielen, einen hinreichenden Ausgleich." Er fragt sich, ob es realistisch sei, den Ausdruck "die meisten Länder" zu gebrauchen, jedenfalls zähle Irland hierzu nicht.

In den Tabellen 2 und 3 seien für einige Länder, z.B. Irland, die Zahlen bezüglich der Inanspruchnahme des Zentralbankkredits auf unterschiedlicher Grundlage erstellt. Diese Differenzen könnten zwar erklärt werden, aber angesichts der Bedeutung dieser Frage sei es angebracht, dass die Erklärungen aus den Tabellen selber hervorgingen.

Herr Murray regt abschliessend an, die Finanzierung des Staatshaushalts durch die Zentralbanken und die verschiedenen Probleme, die sich aus dieser Finanzierung ergäben, von der "Gruppe Raymond" untersuchen zu lassen. Eine solche Untersuchung könnte Gegenstand eines Sonderberichts sein, dessen Verteilung nicht unbedingt die gleiche sein müsse wie bei den Halbjahresberichten.

Herr Hoffmeyer äussert sich mit grosser Befriedigung über den sehr interessanten Bericht Nr. 18. Dänemark sei wahrscheinlich das Land, das mit der Aenderung bzw. der Abschaffung des Indexierungssystems die meisten Versuche angestellt habe. Seit der letzten Massnahme in diesem Bereich im Jahr 1979 seien die verfügbaren Realeinkommen der Lohn- und Gehaltsempfänger sowie der Pensionsberechtigten um rund 8% reduziert worden, und diese Politik habe somit innerhalb von zwei Jahren grösseren Erfolg gezeitigt als die viele Jahre lang verfolgte restriktive Geldpolitik. Das Defizit des öffentlichen Haushalts hingegen sei wie andernorts im Wachsen begriffen.

Im Anschluss an die Reduzierung der Realeinkommen sei es in Dänemark 1980 zu einer recht spürbaren Senkung der Zinssätze gekommen, was sicher als Erklärung dafür diene, dass seit sechs Monaten ein gewisser Export von Privatkapital zu beobachten war. Sollten sich in der EWG die monetären Bedingungen verschärfen, so wäre eine Anhebung der dänischen Sätze unerlässlich, doch würde sie insbesondere wegen der hohen Arbeitslosenquote auf Widerstand stossen.

Herr de Strycker erklärt, er habe den Bericht Nr. 18 äusserst interessant gefunden und pflichte den Schlussfolgerungen bei. Zudem bemerkt er, dass er anhand der Zahlen in den Tabellen festgestellt habe, dass 1980 in mehreren EWG-Ländern zwischen der Entwicklung der Preise und der Entwicklung der Wechselkurse eine unmittelbarere Beziehung bestanden habe als zwischen der Entwicklung der Preise und der Entwicklung der Geldmengenaggregate. In Deutschland beispielsweise sei das Wachstum der Geldmengenaggregate niedriger gewesen als die gesetzten Ziele; gleichzeitig aber sei der Mittelwert der D-Mark geringer geworden und der Preisauftrieb stärker ausgefallen als erwartet. Eine ähnliche Feststellung könne man bei Frankreich machen, während umgekehrt im Vereinigten Königreich die Geldmenge über die Ziele hinaus gestiegen sei, der Kurs des Pfund Sterling sich aber erheblich verbessert habe und die Preisentwicklung befriedigender verlaufen sei als vorgesehen.

Diese interessanten, in Beziehung zueinander stehenden bzw. gleichzeitig auftretenden Erscheinungen sollten sowohl bei den Besprechungen mit den amerikanischen Partnern als auch in Zukunft nicht vergessen werden.

Herr Zijlstra würdigt ebenfalls den hohen Standard des Berichts Nr. 18. Unter Bezugnahme auf eine Bemerkung von Herrn Lamfalussy

- unterstreicht er, dass eine wirksame Geldpolitik zwar nicht eine ausreichende, aber doch eine unerlässliche und sehr wichtige Voraussetzung der Inflationsbekämpfung sei, und
- pflichtet ihm bei, dass der Restriktionsgrad der Geldpolitik unter Zugrundelegung der inländischen Liquiditätsschöpfung ohne Rücksicht auf die nur Nebenerscheinungen darstellenden Kapitalzuflüsse und -abflüsse bemessen werden müsse.

Herr Zijlstra weist darauf hin, dass die von Herrn Gleske angeführten Gründe für oder gegen eine Anhebung der Zinssätze in Deutschland auch für die Niederlande gälten. Er meine jedoch, dass man bei den daraus zu ziehenden Schlussfolgerungen äusserst vorsichtig sein müsse, insbesondere weil eine Anhebung um beispielsweise 1 Punkt im gegenwärtigen Zeitpunkt - angesichts der sehr festen Tendenz des US-Dollars - wahrscheinlich keine Wirkung auf die Wechselkursrelation gegenüber dieser Währung ausüben würde.

Nach Auffassung von Herr Lamfalussy laute die Frage: Ist es möglich, den Kursverfall der europäischen Währungen gegenüber dem Dollar zu verlangsamen? In diesem Zusammenhang seien zwei Umstände von grundlegender Bedeutung:

- erstens, dass in den kommenden Monaten die amerikanischen Behörden die Entwicklung der Zinssätze gänzlich den Märkten überlassen und ihre Geldmengensteuerungsmethoden bestimmt nicht ändern würden (was trotzdem nicht ausschliesse, dass eine Diskussion mit den USA von Nutzen wäre);

- zweitens die von Herrn Sprinkel bekanntgegebene Einstellung der neuen amerikanischen Regierung hinsichtlich von Interventionen an den Devisenmärkten.

Aufgrund dieser Einstellung würde, selbst wenn die europäischen Länder bereit wären, kollektiv oder einzeln massiv zu intervenieren, eine solche Aktion keinen bedeutsamen Einfluss auf die Wechselkurse ausüben. Die einzige Möglichkeit wäre also, die Zinssätze heraufzusetzen, doch wäre dann, wie schon Herr Zijlstra sagte, wegen der bekannten Unterschiede zwischen den USA und Deutschland in der Zahlungsbilanzentwicklung eine sehr erhebliche Zinsanhebung geboten. Angesichts der derzeitigen Lage der einzelnen Binnenwirtschaften und des EWS dürfte dies kaum empfehlenswert sein.

Herr Zolotas schliesst sich den anerkennenden Worten über den Bericht von Herrn Raymond und der Expertengruppe an. Er weist darauf hin, dass sicherlich das Jahr 1981 für das EWS nicht störungsfrei verlaufen werde und dass aus diesem Grunde die beteiligten Länder untereinander die Koordinierung und die Konvergenz der grundlegenden Gegebenheiten verbessern müssten. Um den Problemen im Bereich der Inflation, der Wechselkurse und der Leistungsbilanzen entgegenzutreten, müsse man sich der Geldpolitik, der Einkommenspolitik und - angesichts der steigenden Defizite der öffentlichen Sektoren und der unterschiedlichen Entwicklung in den einzelnen Ländern auf diesem Gebiet - vor allem der Haushaltspolitik bedienen. Auch wäre es angemessen, die Investitionspolitik zu fördern.

Herr Gleske nimmt Bezug auf die Bemerkungen von Herrn Zijlstra und Herrn Lamfalussy und stellt sich ebenfalls die Frage, ob eine Anhebung der Zinssätze angezeigt sei. Auf längere Sicht allerdings würden, falls die Wertminderung der einzelnen Währungen sich fortsetzen sollte, davon

neue Impulse auf die Preise mit allen ihren Folgen ausgehen. Andererseits dürfe man nicht vergessen, dass innerhalb des EWS infolge der unterschiedlichen Inflationsraten und der festen Wechselkursrelation die beteiligten Länder wechselseitig Inflation und Preisschübe der Partnerländer importieren.

Der Vorsitzende beschliesst die Diskussion des Ausschusses über den Bericht Nr. 18, indem

- er daran erinnert, dass entsprechend dem üblichen Verfahren der Bericht dem Währungsausschuss zugestellt wird, nachdem die Zentralbanken dem Sekretariat bis zum 20. Mai 1981 ihre eventuellen Aenderungswünsche bekanntgegeben haben,
- er feststellt, dass der Ausschuss mit dem Vorschlag von Herrn Murray, die "Gruppe Raymond" um spätere Vorlage eines Sonderberichts über die Finanzierung des Staatshaushalts durch die Zentralbanken zu ersuchen, einverstanden ist.

IV. Weiteres Vorgehen nach der Uebertragung des Mandats des Rates der EWG-Finanzminister vom 16. März 1981 betreffend Fortsetzung der Arbeiten des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten über die währungspolitischen Beziehungen zwischen der Gemeinschaft und Drittländern; Prüfung und Verabschiedung eines Berichts an den Rat auf der Grundlage eines mit den Resultaten der Diskussion des Ausschusses über die Berichte Nr. 46 und Nr. 47 der "Heyvaert-Gruppe" ergänzten Entwurfs

Der Vorsitzende erinnert daran, dass das Mandat betreffend Fortsetzung der Arbeiten über die währungspolitischen Beziehungen zwischen der Gemeinschaft und Drittländern an der Sitzung des Rates der Finanzminister vom 16. März 1981 und an der informellen Zusammenkunft der Minister und Zentralbankpräsidenten in Breda vom 3. und 4. April erteilt worden sei. Er bittet Herrn Loehnis um Bericht über die Schlussfolgerungen der Stellvertreter im Anschluss an die Erörterungen über den Entwurf der Note, die - mit den Resultaten der Diskussion des Ausschusses über die Berichte Nr. 46 und Nr. 47 der "Heyvaert-Gruppe" ergänzt - dem Rat der Wirtschafts- und Finanzminister an der Tagung vom 15. Juni 1981 vorgelegt werden solle.

Herr Loehnis fasst die Erörterungen und Vorschläge der Stellvertreter wie folgt zusammen:

- Der Wortlaut des Entwurfs der Note sollte die Grundlage für einen Bericht bilden, der im Interesse grösstmöglicher Flexibilität und zwecks Einhaltung der gleichen Linie wie der Währungsausschuss dem Rat mündlich vorzutragen wäre, damit die Entwicklungen bis zum 15. Juni noch berücksichtigt werden könnten (jedenfalls könnte der Entwurf je nach Entscheidung in letzter Minute für einen schriftlichen oder einen mündlichen Bericht verwendet werden);

- in der Fassung vom 11. Mai seien die geringfügigen Aenderungen, die die Stellvertreter am ersten Entwurf angebracht haben, enthalten: die eckigen Klammern bedeuteten entweder, dass zwei Varianten zur Wahl stehen (z.B. auf Seite 2 die Alternative zwischen einer kurzen Beifügung zu einem Satz oder einem längeren, aus drei zusätzlichen Sätzen bestehenden Text), oder sie enthielten einen Hinweis darauf, dass in vier Wochen zu prüfen sei, ob der Text an dieser Stelle infolge neueingetretener Ereignisse abgeändert werden müsse;

- das Ergebnis der Prüfung der Berichte Nr. 46 und Nr. 47 sollte in einer kurzen schriftlichen Note festgehalten werden, die dem Rat getrennt vom mündlichen Bericht über die Zinssätze entweder am 15. Juni 1981 oder etwas später übergeben werden könnte. Ein Entwurf dieser Note würde vom Sekretariat für die Diskussion im Ausschuss am 14. Juni vorbereitet; darin sollten die Schlussfolgerungen der Experten berücksichtigt werden, und zwar einerseits, dass namentlich wegen der amerikanischen Haltung die Einführung einer einzigen Swap-Linie zwischen der Federal Reserve Bank of New York und dem EFWZ nicht unbedingt eine ideale Lösung sei, und andererseits, dass die intramarginalen Interventionen in Gemeinschaftswährungen ein nützliches Instrument für die Stabilisierung der Wechselkurse darstellten, dass aber keine generelle Uebereinstimmung darüber bestünde, ob formelle, im voraus festgelegte Regeln dem derzeitigen Ad-hoc-System überlegen seien.

Der Vorsitzende spricht zunächst Herrn Heyvaert und seiner Gruppe die Anerkennung des Ausschusses für die hervorragende Arbeit aus, die sie in äusserst kurzer Zeit geleistet hätten. Er befürworte den Vorschlag der Stellvertreter, für den Rat der Wirtschafts- und Finanzminister über die Fragen der Berichte Nr. 46 und Nr. 47 eine kurze schriftliche

Note vorzubereiten, in der die Zentralbankpräsidenten namentlich darauf hinweisen könnten, dass die Einführung einer einzigen Swap-Linie zwischen der Federal Reserve und dem EFWZ nicht im augenblicklichen Interesse läge.

Herr de Strycker erklärt sich mit der Vorbereitung einer kurzen schriftlichen Zusammenfassung der beiden Berichte der "Heyvaert-Gruppe" durch das Sekretariat einverstanden. In Anbetracht der besonderen Anstrengungen dieser Gruppe sollte diese Note unbedingt am 14. Juni 1981 vom Ausschuss erörtert und gebilligt werden, um für die Ratstagung der Wirtschafts- und Finanzminister am 15. Juni 1981 bereit zu sein.

Herr Murray befürwortet den Vorschlag betreffend Ausarbeitung eines kurzen schriftlichen Berichts, doch würde er es begrüßen, wenn hinsichtlich der Frage der intramarginalen Interventionen in Gemeinschaftswährungen (Bericht Nr. 47), die ausschliesslich in die Zuständigkeit der Zentralbankpräsidenten der EWG falle, der Ausschuss eine Grundsatzdebatte abhalten und versuchen würde, die verschiedenen, von den Experten dargelegten Positionen einander näherzubringen.

Herr Gleske spricht sich ebenfalls für die Abfassung einer kurzen schriftlichen Stellungnahme aus, ist aber wie Herr Murray für eine Grundsatzdebatte des Ausschusses über den Bericht Nr. 46 und insbesondere über den Bericht Nr. 47, da hierzu die Deutsche Bundesbank spezielle Auffassungen habe, die sie gern im einzelnen erläutern würde.

Der Vorsitzende schlägt vor, die Grundsatzdebatte über die Berichte der "Heyvaert-Gruppe" in der Sonntagsitzung am 14. Juni gleichzeitig mit der Prüfung der kurzen schriftlichen Note des Sekretariats abzuhalten, und ersucht die Zentralbankpräsidenten, hinsichtlich der Note über die Zinssätze an den Rat (Entwurf vom 11. Mai 1981) sich darüber zu äussern, ob sie in mündlicher oder schriftlicher Form vorgelegt werden solle und welche der eckigen Klammern zu streichen seien.

Der Ausschuss:

- bevorzugt ein mündliches Vortragen der Note durch den Vorsitzenden des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten bei gleichzeitiger Uebergabe einer kurzen schriftlichen Zusammenfassung der Fragen betreffend die Einführung einer einzigen Swap-Linie zwischen der Federal Reserve und dem EFWZ und die intramarginalen Interventionen in Gemeinschaftswährungen,

- spricht sich im Anschluss an den Einwand von Herrn de Strycker für die zweite Variante, d.h. für den längeren Text auf Seite 2 des Entwurfs der Note vom 11. Mai 1981 aus.

Der Vorsitzende nimmt die Beschlüsse des Ausschusses zur Kenntnis; er unterstreicht, dass sein mündlicher Vortrag selbstverständlich auf dem Text basieren würde, den die Zentralbankpräsidenten ein letztes Mal am 14. Juni vorgelegt erhielten, es sei denn, der Ausschuss werde sich doch noch zur schriftlichen Uebermittlung dieses Textes entschliessen im Falle, dass der Währungsausschuss ein solches Verfahren für seinen Bericht an den Rat anwende.

V. Weitere Fragen innerhalb der Zuständigkeit des Ausschusses

Dem Ausschuss werden keine weiteren Fragen zur Behandlung vorgelegt.

VI. Zeit und Ort der nächsten Sitzung

Wegen der Generalversammlung der BIZ findet die nächste Sitzung des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten am Sonntag, dem 14. Juni 1981, um 15.30 Uhr in Basel statt. Dieser Sitzung werden die üblichen vorbereitenden Zusammenkünfte vorangehen:

- am Sonntag, dem 14. Juni, um 9.30 Uhr die Sitzung der "Konzertationsgruppe",
- am Sonntag, dem 14. Juni, um 10.30 Uhr die Sitzung des Ausschusses der Stellvertreter.

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

---

APRIL 1981

---

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 April und in den ersten Maitagen 1981.

I. ENTWICKLUNG DER WECHSELKURSE

Im April war die Entwicklung an den Devisenmärkten durch die folgenden Ereignisse geprägt:

- eine generelle, wenn auch nicht gleich starke Festigung des US-Dollars gegenüber allen anderen Währungen, insbesondere gegenüber den EWS-Währungen, und
- eine Verengung des Gemeinschaftsbandes in der zweiten Monats-hälfte.

Die Festigung des US-Dollars war in der Hauptsache darauf zurückzuführen, dass die US- und Euro-Dollar-Zinssätze gegenüber den meist stabilen europäischen und japanischen Zinssätzen weiter anzogen. Zu dem Anstieg der US-Zinssätze um rund 2 bis 3% kam es, weil der Markt infolge der hohen Wachstumsrate der Geldmenge eine Verschärfung der Geldpolitik erwartete. Die Verbesserung des US-Dollars beruhte ausserdem

---

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

auf der günstigeren Preisentwicklung in den USA, den höheren Wachstumszahlen für das erste Quartal sowie darauf, dass die Aussichten auf Annahme des Haushaltsvoranschlags der Administration durch den Kongress gestiegen waren. Als Gesamtergebnis dieser Faktoren verbesserte sich der US-Dollar gegenüber dem Vormonatsende um

- 4,7 bis 6,0% gegenüber den am Wechselkursmechanismus des EWS beteiligten Währungen,
- 4,5% gegenüber dem Pfund Sterling,
- 5,6% gegenüber dem Schweizer Franken,
- 2,5% gegenüber dem Yen und
- 1,1% gegenüber dem kanadischen Dollar.

Innerhalb des EWS liessen die Spannungen im Verlauf des Monats April aus verschiedenen Gründen nach; als wichtigste wären zu nennen:

- die geringere Festigkeit der D-Mark, teilweise als Folge der Dollar-Hausse, die gewöhnlich gegenüber der D-Mark besonders ausgeprägt ist, und teilweise wegen der umfangreichen DM-Verkäufe anderer EWS-Mitglieder zu Interventionszwecken,
- die Abschwächung des französischen Frankens vor den Präsidentschaftswahlen und
- die Festigung des belgischen Frankens im Anschluss an die Massnahmen zur Reduzierung des Drucks auf die belgische Währung.

Infolgedessen verengte sich das Gemeinschaftsband, das sich seit November 1980 auf seine gesamte Breite von 2 1/4% ausgeweitet hatte, von Mitte April bis zum Monatsende auf rund 1 1/2%.

Obwohl sich die D-Mark gegenüber dem US-Dollar und gegenüber den Währungen am unteren Rand des Gemeinschaftsbandes abschwächte, behauptete sie ihre Stellung am oberen Rand des EWS und war, da der französische Franken und der holländische Gulden innerhalb des Systems abglitten, fortan die einzige Währung in dieser Position. Trotz steigender US-Zinssätze blieben die deutschen Zinssätze stabil.

Der französische Franken fiel von seiner Position nahe der Obergrenze des Bandes auf eine Position in der Mitte des Systems zurück. Besonders ausgeprägt war die Abschwächung in der zweiten Monatshälfte,

als angesichts der ersten Runde der französischen Präsidentschaftswahlen der Markt labil wurde. Da die erste Runde kein eindeutiges Ergebnis brachte, dauerte die Unsicherheit an, und der Franken musste mittels umfangreicher Interventionen am Markt weiter gestützt werden.

Der holländische Gulden gab im gleichen Masse nach wie der französische Franken und befand sich am Monatsende knapp oberhalb der Bandmitte. Hauptursache dieser Entwicklung war das bei steigenden US-Zinssätzen relativ niedrige Niveau der holländischen Zinssätze.

Von der zweiten Aprilwoche an setzte der im Zusammenhang mit der italienischen Abwertung im März entstandene Druck auf den belgischen Franken aus. Da der starke Zinsauftrieb in der zweiten Märzhälfte den Druck auf die belgische Währung beträchtlich vermindert hatte, wurden die Interventionen zur Stützung des belgischen Frankens ab 6. April erheblich reduziert; danach kam es nur noch zu unbedeutenden Ausgleichsinterventionen. Der Divergenzindikator bildete sich ab 23. April deutlich auf ein Niveau unterhalb des Schwellenwertes zurück. Angesichts dieser Sachlage konnte die Belgische Nationalbank die ungewöhnlich hohen Diskont- und Lombardsätze am 15. April um 1% und am 29. April nochmals um 1% herabsetzen.

Die dänische Krone verzeichnete die gleiche Entwicklung wie die D-Mark. Als Folge davon näherte sie sich den Währungen am unteren Rand des Gemeinschaftsbandes und fiel von der Mitte des Bandes auf eine Position nahe der Untergrenze zurück. Die Krone wurde mittels häufiger Interventionen insbesondere gegen Monatsende gestützt.

Das irische Pfund hielt sich weiter bei rund 3/4% unterhalb der Bandmitte, doch da sich das Band verengte, befand sich das Pfund am Monatsende zusammen mit dem belgischen Franken an der Untergrenze des Gemeinschaftsbandes. Während des ganzen Monats kam es fast täglich zu Stützungsinterventionen.

Nach der Abwertung im März bewegte sich die italienische Lira in der oberen Hälfte des engen Gemeinschaftsbandes und stieg, als der französische Franken und der holländische Gulden nachgaben, in die zweite Position auf. Wenn Interventionen auch nur sporadisch und in der Hauptsache zu Korrekturzwecken vorgenommen wurden, führten sie immerhin zu relativ bedeutenden Devisenverkäufen.

Die meisten übrigen Währungen wiesen gegenüber dem Dollar die gleichen Bewegungen auf wie die EWS-Währungen, obwohl die Abschwächung generell weniger ausgeprägt war.

Die Entwicklung des Pfund Sterling, des Schweizer Frankens und der griechischen Drachme verlief nahezu parallel zu der des EWS, mit der Ausnahme, dass sich das Pfund Sterling in den letzten Tagen des Monats gegenüber den EWS-Währungen etwas festigte. Interventionen fanden nur in sehr begrenztem Umfang statt.

Nach Bekanntgabe der verbesserten Handelsbilanzergebnisse zog der Yen in der letzten Aprilwoche an. Aus diesem Grunde betrug die Abschwächung des Yen gegenüber dem US-Dollar während des ganzen Monats nur 2,5%.

Der Index der effektiven Wechselkurse sowohl für die schwedische Krone als auch für die norwegische Krone wurde stabil gehalten, und entsprechend festigten sich diese Währungen gegenüber dem EWS, gaben aber gegenüber dem US-Dollar nach. Dank den fortdauernden Devisenzuflüssen in Schweden im Anschluss an die Devisenkrise vom Januar war es der Schwedischen Reichsbank möglich, ziemlich umfangreiche Fremdwährungsbeträge am Markt zu kaufen.

Dem kanadischen Dollar kamen die steigenden Zinssätze zugute, doch da die US-Sätze noch stärker anzogen, wurde das Zinsgefälle zugunsten der kanadischen Währung kleiner. Die Auswirkungen auf dem Devisenmarkt waren indessen gering, so dass sich die kanadische Währung gegenüber dem Vormonatsende um ungefähr 1% gegenüber dem US-Dollar abschwächte; infolgedessen verbesserte sie sich gegenüber den EWS-Währungen durchschnittlich um rund 4%.

## II. INTERVENTIONEN IN US-DOLLAR

Die Interventionen in US-Dollar hielten sich in Anbetracht des ziemlich steilen Anstiegs des US-Dollars gegenüber den meisten anderen Währungen in engen Grenzen. Die Nettoverkäufe stellten sich auf US-\$ 2,3 Mrd. nach \$ 1,7 Mrd. im Monat März, in dessen Verlauf der US-Dollar zwar Schwankungen, aber gegenüber dem Vormonatsende insgesamt keinen bedeutenden Wertzuwachs verzeichnet hatte. Die Bruttoverkäufe beliefen sich auf US-\$ 3,5 Mrd. (ungefähr der gleiche Betrag wie im März), während die

Bruttokäufe auf US-\$ 1,2 Mrd. (gegenüber US-\$ 1,7 Mrd. im März) zurückgingen. Mit Ausnahme der Belgischen Nationalbank waren alle für die EWS-Währungen zuständigen Zentralbanken Nettoverkäufer von US-Dollar, wobei die Bank von Frankreich als der grösste Nettoverkäufer auftrat. Die Schwedische Reichsbank war die einzige, die per saldo US-Dollar in grösserem Umfang kaufte. Die Bank von Kanada intervenierte rege in beiden Richtungen und verkaufte per saldo geringe Beträge an US-Dollar, während die anderen Zentralbanken nur sehr begrenzte oder überhaupt keine Interventionen vornahmen. Mitte April bestätigte das US-Schatzamt die neue Interventionspolitik und gab bekannt, dass die Federal Reserve lediglich zur Bekämpfung von ungeordneten Marktverhältnissen intervenieren wird. Im April fanden keinerlei Interventionen seitens der Federal Reserve statt.

### III. INTERVENTIONEN IN GEMEINSCHAFTSWÄHRUNGEN

Die Nettointerventionen in Gemeinschaftswährungen gingen im April auf umgerechnet US-\$ 2,2 Mrd. zurück, gegenüber US-\$ 3,5 Mrd. im März.

Einen erheblichen Teil dieser Interventionen tätigte die Belgische Nationalbank in D-Mark an den Interventionspunkten. Sie fanden fast ausschliesslich in der ersten Aprilwoche statt. Als der Druck auf den belgischen Franken nachliess, wurden die Interventionen stark eingeschränkt, und am letzten Apriltag war die Nationalbank sogar in der Lage, geringfügige Beträge an D-Mark und französischen Franken anzukaufen. Die Anfang des Monats zu Interventionszwecken vorgenommenen Verkäufe wurden hauptsächlich mittels der sehr kurzfristigen Finanzierung und für den Rest durch Rückgriff auf die Reserven gedeckt.

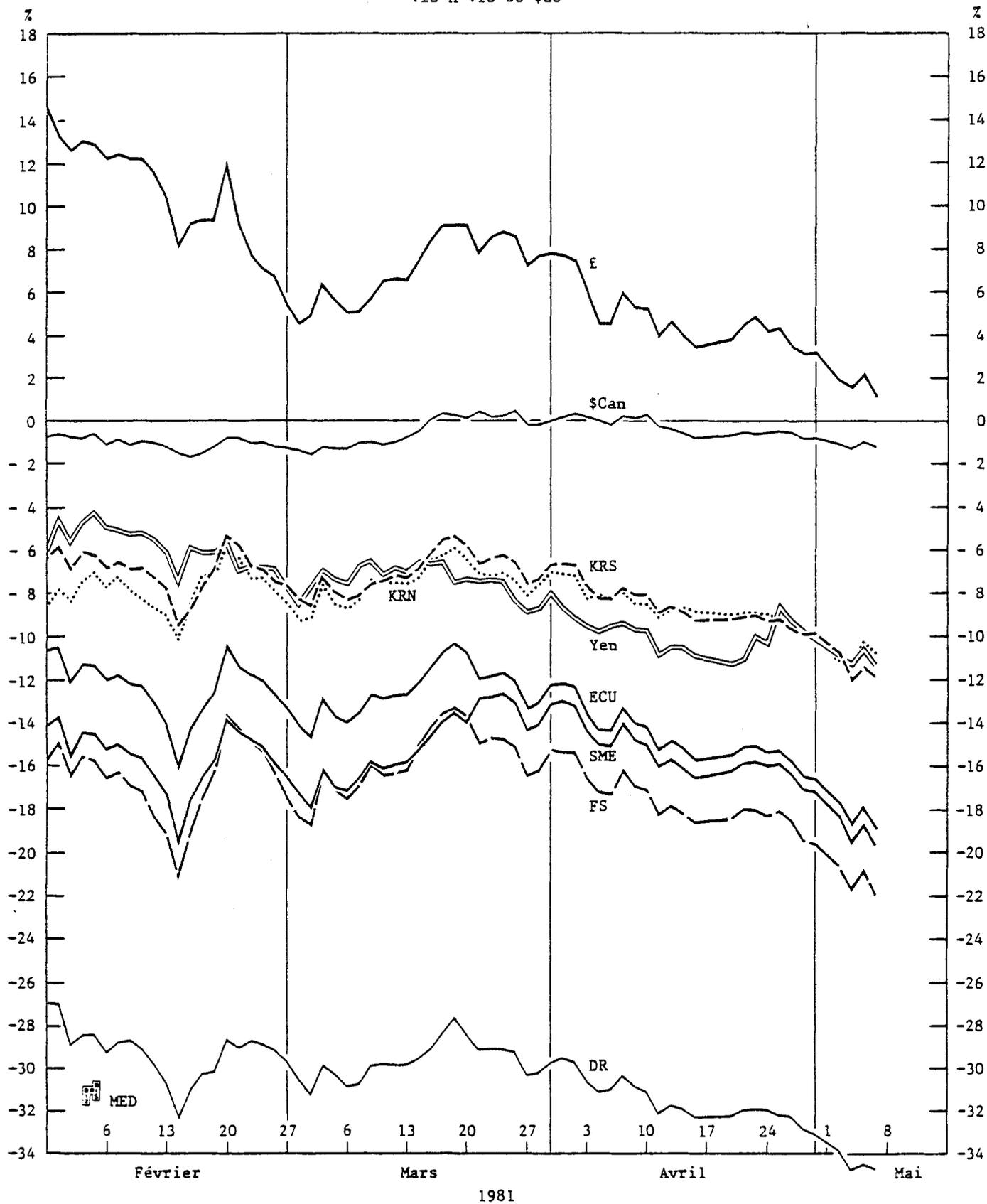
Der bei weitem grösste Teil der Interventionen in Gemeinschaftswährungen wurde indessen von der Bank von Frankreich insbesondere in der zweiten Monatshälfte in Form von DM-Verkäufen zu intramarginalen Kursen vorgenommen. Bei der Deutschen Bundesbank wurden D-Mark gegen französische Franken angekauft, bis die Bundesbank die im Rahmen der sehr kurzfristigen Finanzierung aufgenommenen Schulden zurückgezahlt hatte. Die späteren Verkäufe wurden durch Rückgriff auf die Reserven finanziert.

In den ersten Maitagen stieg der US-Dollar gegenüber den am Wechselkursmechanismus der EWG beteiligten Währungen, dem Schweizer Franken und dem Pfund Sterling um rund  $1 \frac{3}{4}\%$ , gegenüber dem Yen um  $1/2\%$  und gegenüber dem kanadischen Dollar nur ganz geringfügig an. Die Ursache der andauernden Festigkeit des US-Dollars war ein weiterer Auftrieb der kurzfristigen US-Zinssätze um 2 bis 3% im Gefolge der beträchtlichen Geldmengenausweitung. Angesichts dieser Entwicklung erhöhte die Federal Reserve am 5. Mai den Diskontsatz von 13 auf 14% und den Strafzuschlag für grosse und häufige Kreditnehmer von 3 auf 4 Prozentpunkte.

Innerhalb des EWS veränderten sich die Positionen nur geringfügig. Das Gemeinschaftsband verbreiterte sich auf  $1 \frac{3}{4}\%$ , weil der belgische Franken sich gegenüber den meisten anderen Währungen abschwächte. Die Zinssätze blieben in den meisten EWG-Ländern ziemlich stabil. Die italienische Lira gab etwas nach und erreichte damit das Niveau des französischen Frankens und des holländischen Guldens.

Die Interventionen in US-Dollar waren beträchtlich (die Nettoverkäufe stellten sich auf US-\$ 1 Mrd.). Zur Hauptsache wurden sie von der Deutschen Bundesbank, der Bank von Frankreich und der Bank von Italien getätigt. Interventionen in Gemeinschaftswährungen fanden nur in unbedeutendem Umfang statt.

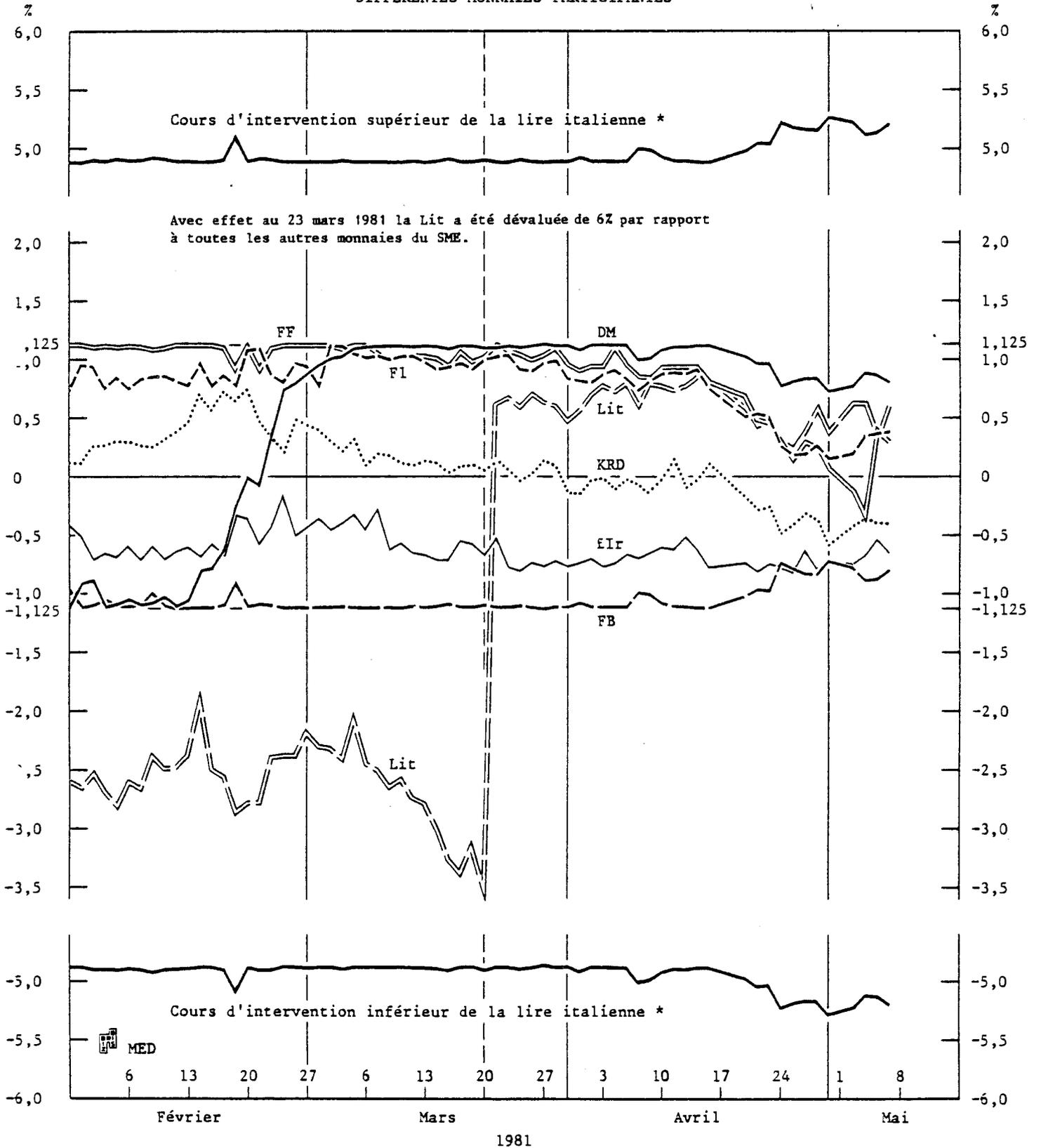
EVOLUTION DE L'ECU, DU COURS MEDIAN DES MONNAIES PARTICIPANT AU SME  
 ET DES MONNAIES DES AUTRES BANQUES CENTRALES PARTICIPANT A LA  
 CONCERTATION SUR LA BASE DES COURS RELEVES LE 28 DECEMBRE 1978  
 VIS-A-VIS DU \$EU \*



\* ECU 1,37773; £ 0,48040; \$Can 1,18652; FS 1,6215; Yen 193,30; KRS 4,2850; KRN 4,9910; DR 36,0500; 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 éloignés le plus de leurs cours pivots bilatéraux actuels.

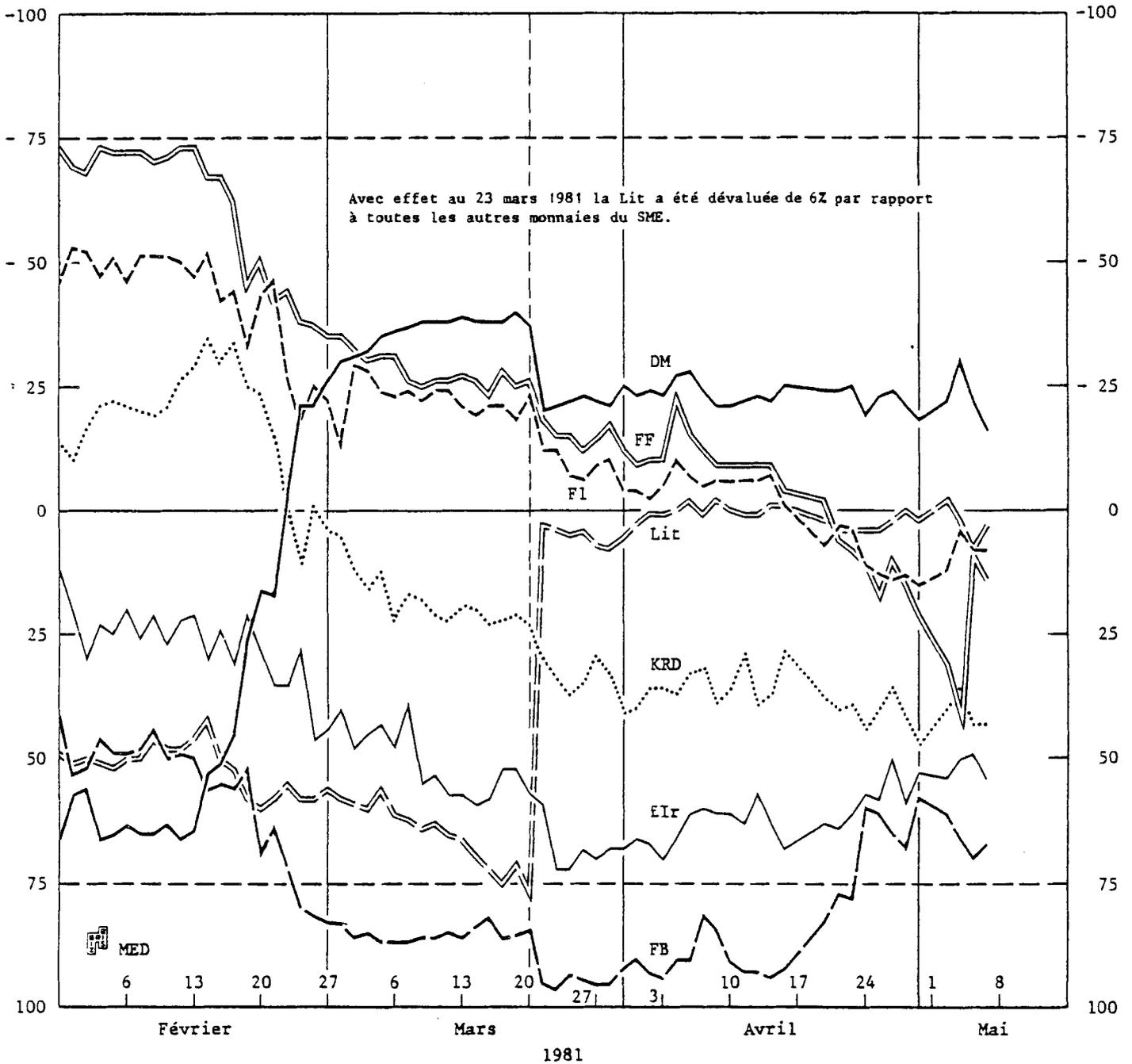
7 mai 1981

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  $\pm 2,25\%$ .

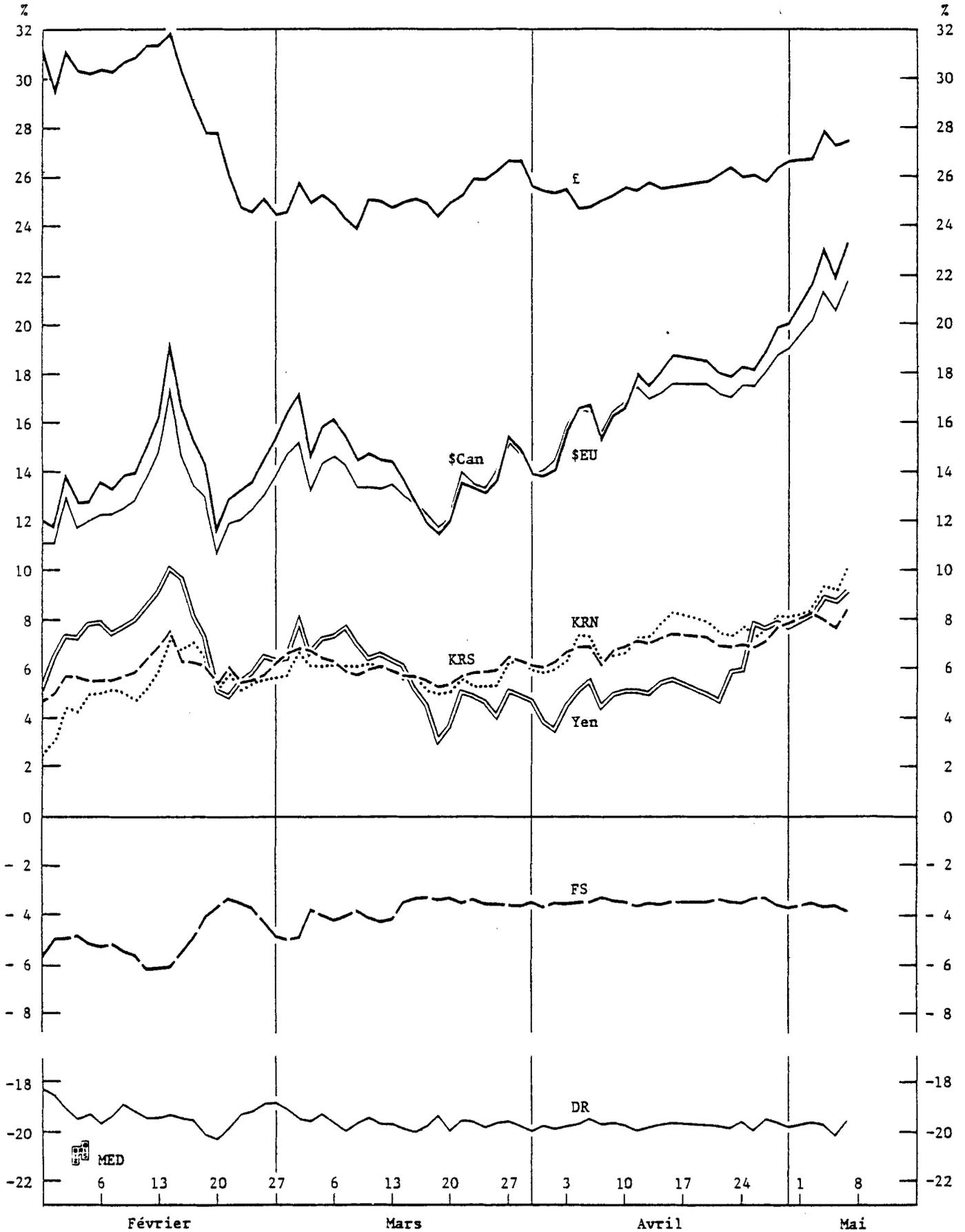
## EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE \*



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

7 mai 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 MARCHE RELEVES LE 28 DECEMBRE 1978 \*



\* £ 0,677119; \$EU 1,37773; \$Can 1,63377; FS 2,23280; Yen 266,00; KRS 5,88910; KRN 6,88210; DR 49,6672.