

Vertraulich

Uebersetzung

PROTOKOLL* DER 148. SITZUNG DES
AUSSCHUSSES DER PRAESIDENTEN DER ZENTRALBANKEN
DER MITGLIEDSTAATEN DER EUROPÄISCHEN WIRTSCHAFTSGEMEINSCHAFT
BASEL, DIENSTAG, 9. SEPTEMBER 1980, 10 UHR

Anwesend sind: der Gouverneur der Danmarks Nationalbank und Ausschussvorsitzende, Herr Hoffmeyer, begleitet von den Herren Mikkelsen und Dalgaard; der Gouverneur der Banque Nationale de Belgique, Herr de Strycker, begleitet von Herrn Janson; der Präsident der Deutschen Bundesbank, Herr Pöhl, begleitet von den Herren Gleske, Rieke und Kloft; der Gouverneur der Banque de France, Herr de la Genière, begleitet von den Herren Théron und Lefort; der Generaldirektor der Central Bank of Ireland, Herr Breen, begleitet von Herrn Reynolds; der Gouverneur der Banca d'Italia, Herr Ciampi, begleitet von den Herren Sarcinelli und Magnifico; der Präsident der Nederlandsche Bank, Herr Zijlstra, begleitet von den Herren Szász und de Boer; der Gouverneur der Bank of England, Herr Richardson, begleitet von den Herren Loehnis, Balfour und Goodhart; zugegen sind ferner 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; die Vorsitzenden der Expertengruppen, Herr Heyvaert und Herr Kjaer. Ebenfalls anwesend sind der Generalsekretär des Ausschusses, Herr Schleiminger, und sein Beigeordneter, Herr Bascoul, sowie die Herren Scheller und Mortby und die Herren Lamfalussy und Dagassan.

Der Vorsitzende eröffnet die Sitzung mit der Mitteilung an den Ausschuss, dass Herr Murray sich einer Operation unterziehen musste. Er teilt seine Absicht mit, Herrn Murray die besten Wünsche des Ausschusses für eine baldige Genesung zu übermitteln.

* Engültige, in der Sitzung vom 11. November 1980 gebilligte Fassung, die gegenüber dem Text des Entwurfs nur einige Aenderungen redaktioneller Art aufweist.

I. BILLIGUNG DES PROTOKOLLS DER 147. SITZUNG

Der Ausschuss billigt das Protokoll der 147. Sitzung vom 8. Juli 1980 einstimmig, vorbehaltlich einiger Aenderungen redaktioneller Art, die in den endgültigen Text aufgenommen werden.

II. ENTWICKLUNG DER DEWISENMAERKTE DER AN DER KONZERTATION BETEILIGTEN LAENDER IM JULI UND AUGUST 1980 UND IN DEN ERSTEN SEPTEMBERTAGEN 1980; VORLAGE DES BERICHTS AN DIE FINANZMINISTER DER EWG-LAENDER 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.

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

III. PRUEFUNG UND ANNAHME DES ENTWURFS EINES ARBEITSPROGRAMMS DES AUSSCHUSSES DER STELLVERTRETER BEZUEGLICH EINIGER DAS EWS BETREFFENDE FRAGEN

Herr Mikkelsen weist darauf hin, dass die Zentralbankpräsidenten ein mit dem 8. September 1980 datiertes Dokument vor sich liegen haben, in dem das dem Ausschuss von den Stellvertretern vorgeschlagene Arbeitsprogramm dargelegt ist. Dieses Programm besteht aus zwei Teilen. Der erste betrifft Fragen im Zusammenhang mit der Verlängerung des EWS in seiner jetzigen Form über den 13. März 1981 hinaus, während im zweiten Teil die institutionelle Phase des EWS behandelt wird.

Der erste Fragenkomplex wird Gegenstand eines Berichts sein, der den Mitgliedern des Ausschusses vor der Novembersitzung zugehen wird. Dieser Bericht wird im wesentlichen Probleme in Zusammenhang mit der Verlängerung der ECU/Währungsreserven-Swapgeschäfte behandeln. Hierzu gehört vor allem die Frage, für welchen Zeitraum das Verfahren erneuerbarer Swaps fortgesetzt werden soll. Ein erster Meinungsaustausch der Stellvertreter am 8. September 1980 hat ergeben, dass einem festen Zeitraum von beispiels-

weise zwei Jahren der Vorzug zu geben wäre. Die andere Möglichkeit hingegen, dieses Verfahren in Erwartung des Uebergangs zur institutionellen Phase des EWS auf unbestimmte Zeit zu verlängern, wäre möglicherweise nur gegeben, wenn man das Abkommen vom 13. März 1979 in bestimmten Punkten abändern würde. Die Stellvertreter sind jedoch der Ansicht, dass es nicht angezeigt wäre, Aenderungen in Zusammenhang mit der Entscheidung über ein Fortsetzen des Verfahrens erneuerbarer Swaps vorzunehmen. Diese Auffassung schliesst nicht aus, dass die Gouverneure in einem späteren Stadium einige Bestimmungen dieses Abkommens einer Ueberprüfung unterziehen, z.B. die Bestimmungen betreffend den ECU-Gegenwert des Goldes anlässlich der mit dem EFWZ abgeschlossenen Swapgeschäfte.

Ein Bericht zu den Fragen der institutionellen Phase des EWS wird dem Ausschuss zu einem späteren Zeitpunkt vorgelegt werden. Dieser Bericht wird sich vor allem mit den Folgen der Entwicklung der ECU zu einem Reserve- und Zahlungsinstrument und mit der Bedeutung befassen, die den Modalitäten der Reserveeinzahlungen in den Europäischen Währungsfonds zukommt. Es sind dies die wichtigsten Probleme, die sich aus dem Uebergang zur institutionellen Phase des EWS ergeben. Eine Untersuchung der anderen mit dieser Phase verbundenen Probleme müsste zu einem späteren Zeitpunkt erfolgen.

Der Vorsitzende stellt das Einverständnis des Ausschusses mit den Empfehlungen der Stellvertreter fest.

IV. PRUEFUNG DES BERICHTS DER ARBEITSGRUPPE "HARMONISIERUNG DER WAEHRUNGSPOLITISCHEN INSTRUMENTARIEN" ZUM "GRUENBUCH" GROSSBRITANNIENS UEBER DIE GELDMENGENSTEUERUNG

A. Referat von Herrn Kjaer

Herr Kjaer erklärt vorab, dass der Bericht der Expertengruppe "Harmonisierung der währungspolitischen Instrumentarien" zum britischen "Grünbuch" über die Geldmengensteuerung vom 13. August 1980 auf den Auftrag zurückgeht, den ihr der Ausschuss der Zentralbankpräsidenten und der Währungsausschuss im Mai dieses Jahres erteilt haben.

Das "Grünbuch" enthält drei endgültige Vorschläge, insbesondere den einer Aufhebung der direkten Steuerung der reservepflichtigen Verbind-

lichkeiten der Banken ("Korsett"). Diese Vorschläge werden im "Grünbuch" nicht diskutiert und daher auch nicht im Bericht behandelt.

Das "Grünbuch" macht zwei weitere Vorschläge, die erläutert werden und deren - weniger weit gestecktes - Hauptziel ist, die kurzfristige Geldmengensteuerung entweder über eine Steuerung der monetären Basis oder mittels Anwendung eines Indikatorsystems zu verbessern. Nach der zuletzt genannten Konzeption würde jede Abweichung vom Pfad der angestrebten Geldmengenentwicklung eine im voraus bestimmte Anpassung des Leitzinses auslösen.

Die Arbeitsgruppe hat diese beiden Vorschläge sowohl im Hinblick auf ihre Kosten und Vorteile für die Geldmengensteuerung in Grossbritannien als auch aus der Sicht der Gemeinschaft geprüft.

Was die wirksame Steuerung der Geldmenge angeht, so bezweifelt die Gruppe, dass eine Beeinflussung der monetären Basis die monetäre Kontrolle verbessern helfen kann. Angesichts der Schwierigkeiten, im voraus den Umfang von Liquidität und Mindestreserven zu bestimmen, wäre die Bank of England weiterhin gehalten, als letzter Liquiditätsrückhalt bereitzustehen und sähe sich demnach weiterhin vor die Notwendigkeit gestellt, den Satz festzulegen, zu dem sie Liquidität anbietet. Aber selbst unter diesen Voraussetzungen wären tiefgreifende institutionelle Veränderungen im britischen Finanzsystem notwendig.

Hingegen könnte das Indikatorsystem geschaffen werden, ohne dass grössere institutionelle Veränderungen notwendig würden. Seine Anwendung könnte zu einem raschen Reagieren der Währungsbehörden auf Abweichungen des Geldmengenwachstums vom angestrebten Pfad führen. Da freilich eine Aenderung der Sollzinsen der Banken sich nur mit Verzögerung auf die Bankausleihungen auswirkt, wären einer Verbesserung der kurzfristigen Geldmengensteuerung letztlich Grenzen gesetzt.

Aus der Sicht der Gemeinschaft ist zu bemerken, dass keines der beiden hier erörterten Verfahren der monetären Kontrolle in den anderen Mitgliedsländern in Geltung ist. Die Einführung eines dieser beiden Verfahren in Grossbritannien wäre kein Schritt in Richtung auf eine "Harmonisierung der Instrumentarien" im eigentlichen Sinn. Indessen, dies wurde in einem früheren Bericht bereits erwähnt, kommt es im gegenwärtigen Stadium der Währungsintegration darauf an, die grösste Bedeutung der Koordinierung der Geldpolitik beizumessen; die Harmonisierung stellt ein langfristiges Ziel

dar, dessen sofortige Verwirklichung sich auf die Volkswirtschaften nachteilig auswirken könnte.

Was die Vereinbarkeit beider Methoden der Geldmengensteuerung mit dem EWS anbelangt, so ist die Gruppe zu dem Ergebnis gelangt, dass die Anwendung des einen oder des anderen Steuerungsverfahrens keine nennenswerten Probleme für das reibungslose Funktionieren des EWS aufwerfen dürfte, solange Grossbritannien dem EWS nicht in vollem Umfang beigetreten ist. Eine grössere Variabilität der Wechselkurse der EWS-Währungen gegenüber dem Pfund Sterling könnte jedoch nachteilige Folgen für einige kleinere Teilnehmerländer nach sich ziehen, die zu Grossbritannien enge wirtschaftliche und finanzielle Beziehungen unterhalten.

Träte Grossbritannien dem Wechselkursmechanismus des EWS bei, würde sich in dessen Innern die Gefahr eines Konflikts zwischen den im Bereich der Wechselkurse eingegangenen Verpflichtungen und den monetären Zielsetzungen vergrössern. Würde nämlich ein grosses Land wie Grossbritannien vorrangig bemüht sein, die kurzfristigen Schwankungen des monetären Wachstums zu glätten, so könnte sich im Extremfall die Notwendigkeit häufigerer und erratischerer Leitkursanpassungen ergeben, als es für das reibungslose Funktionieren des EWS-Wechselkursmechanismus wünschenswert wäre. Diese Feststellung gilt insbesondere für die Steuerung der monetären Basis, während im Falle des Indikatorsystems die Behörden die Möglichkeit behalten, den Automatismus bei der Aenderung des Zinssatzes aufzuheben. Wenn jedoch die Behörden zu häufigen Gebrauch von dieser Möglichkeit machen würden, verlöre ein Indikatorsystem einen grossen Teil seiner Bedeutung.

Nach der zusammenfassenden Darstellung der Ergebnisse des Berichts sind noch zwei Bemerkungen zu machen, die dazu dienen können, den Bericht in die richtige Perspektive zu setzen.

Erstens hat die Diskussion innerhalb der Gruppe gezeigt, dass kein Land Verfahren der Geldmengensteuerung anwendet oder angewandt hat, mit denen die operationelle Flexibilität durch eher mechanische Reaktionen auf Abweichungen des Geldmengenwachstums vom offiziell vorgegebenen Pfad ersetzt wurde, wie dies der Fall wäre, würden die Vorschläge des "Grünbuchs" unverändert übernommen. Da demnach empirische Daten nicht vorhanden sind, mussten die Diskussion der Gruppe und deren Schlussfolgerungen zwangsläufig eher spekulativer Natur sein.

Zweitens haben das "Grünbuch" ebenso wie die britischen Mitglieder der Arbeitsgruppe bestätigt, dass die gegenwärtigen Verfahren der Geldmengensteuerung ausreichen, um monetäre Ziele zu verwirklichen, die für eine Zeitspanne von etwa einem Jahr gelten. Darüber hinaus lassen die der Gruppe vorgelegte ökonometrische Vorstudien den Schluss zu, dass die Geldmenge in Grossbritannien über kurze Zeiträume gesehen nicht instabiler ist als in anderen Ländern. Diese zwei Feststellungen deuten darauf hin, dass eine vermehrte Glättung der kurzfristigen Geldmengenschwankungen mehr aus politischen und psychologischen als aus ökonomischen Gründen vorteilhaft zu sein scheint. Der Bericht einer Expertengruppe kann diesem Vorteil nicht voll gerecht werden, der auf politischer Ebene beurteilt werden muss.

B. Diskussion des Ausschusses

Der Vorsitzende dankt Herrn Kjaer für seine Ausführungen und bittet die Gouverneure um ihre Stellungnahme.

Herr Richardson weist darauf hin, dass die Verfahren der Geldmengensteuerung in Grossbritannien lebhaft und eingehend diskutiert wurden; einige Kommentatoren waren sehr eingenommen von dem System der Steuerung der monetären Basis. Eine erneute Lektüre des "Grünbuchs" und des Berichts der Expertengruppe zu diesem Dokument vermittelt den Eindruck, dass zu sehr der Akzent auf die Glättung kurzfristiger Schwankungen des monetären Wachstums gelegt wurde. In der Tat wurde damals die Frage diskutiert, ob es Verfahren gebe, die zu weniger ausgeprägten Schwankungen des monetären Wachstums führen könnten, wobei eingeräumt wurde, dass die Geldmengensteuerung im wesentlichen eine längerfristige Aufgabe ist. Die Suche nach einer verbesserten kurzfristigen Geldmengenkontrolle stand in Zusammenhang mit dem umfangreichen Programm der Plazierung von Staatstiteln bei Nichtbanken am Rentenmarkt. Dieser Markt, über den der grösste Teil des öffentlichen Defizits finanziert wird, reagiert jedoch äusserst empfindlich auf unvorhergesehene Entwicklungen der monetären Aggregate, wobei zu bestimmten Zeiten die Plazierung von Staatspapieren schwieriger, ja manchmal unmöglich ist.

Einige Universitätskreise in Grossbritannien sind fasziniert von dem Gedanken einer Steuerung der monetären Basis wegen der "berückenden

Einfachheit" dieses Systems. Zum einen sieht man in der Steuerung der monetären Basis eine Möglichkeit, eine fast "mechanische" Steuerung der Geldmengengrößen wie beim "Korsett" zu erreichen. Zu den Zeiten, als das "Korsett" galt, haben nun aber die Banken immer mehr Mittel und Wege gefunden, die Zwänge dieses Systems zu umgehen, indem sie ihre Kreditmittlertätigkeit stark zugunsten von Wechselakzepten verringerten. Wurde das "Korsett" aufgehoben, kam es unverzüglich zu einer "Reintensivierung" der Kreditmittlertätigkeit. Eingedenk dieser Erfahrung liegt der Gedanke nahe, dass dieses System ähnliche Verzerrungen, wie sie beim "Korsett" zu beobachten waren, hervorrufen würde, unterstellt man einmal, dass eine "mechanische" Steuerung der Geldmenge über eine Kontrolle der monetären Basis überhaupt möglich wäre.

Die Befürworter einer Steuerung der monetären Basis behaupten zum anderen, dass in einem solchen System notwendige Zinsänderungen viel rascher erreicht werden können als in einem diskretionären System. Man muss zugeben, dass es für die Notenbank sehr schwierig ist, zu beurteilen, welches Zinsniveau dem Bestreben, das Geldmengenwachstum auf den vorgegebenen Pfad zurückzuführen, förderlich ist. Das "Grünbuch" untersucht die unterschiedlichen Verfahren zur Steuerung der monetären Basis ebenso wie die Merkmale eines Indikatorsystems (bei dem jede Abweichung der Geldmenge vom gewünschten Zielpfad eine vorherbestimmte Anpassung des Diskontsatzes der Bank of England auslösen würde). Die Bank of England würde es begrüßen, wenn die anderen EWG-Zentralbanken im Lichte ihrer Erfahrung einen Diskussionsbeitrag zu diesen unterschiedlichen Interventionsverfahren beisteuern könnten.

Der Vorsitzende ist der Meinung, dass Diskussionsbeiträgen seitens anderer Zentralbanken, wie sie Herr Richardson wünscht, deshalb Grenzen gesetzt sein dürften, weil keine EWG-Zentralbank jemals ein System mechanischer Geldmengensteuerung angewandt hat.

Herr de la Genière spricht den britischen Behörden sein Kompliment aus, dass sie eine Diskussion über die gegenwärtig oder zukünftig von ihnen praktizierten Verfahren unter den Zentralbanken der EWG ausgelöst haben. Er beschränkt sich auf einige kurze Bemerkungen.

Einmal wird die Klarstellung von Herrn Richardson hinsichtlich der Tragweite des Ziels, die kurzfristigen Schwankungen der Geldmenge zu glätten, dem Anliegen der Banque de France gerecht. In der Tat entsteht

bei der Lektüre des "Grünbuchs" der Eindruck, dass dieses die Wirksamkeit der Geldpolitik in kurze Zeiträume legt, während Gouverneur Richardson bestätigt hat, dass die Geldmengensteuerung weiterhin im wesentlichen aus einer mittelfristigen Perspektive gesehen wird. Die Banque de France teilt diese Auffassung; sie ist der Ansicht, dass kurzfristige Schwankungen der Geldmenge nur dann besondere Aufmerksamkeit verdienen, wenn zu erwarten ist, dass sie auf mittlere Sicht einen unerwünschten kumulativen Prozess auslösen.

Die zweite Bemerkung betrifft den Zusammenhang zwischen Geldschöpfung und Zinsniveau. Einerseits ist in Frankreich über diesen Zusammenhang wenig bekannt; andererseits würde möglicherweise auch dann, wenn die Kenntnisse auf diesem Gebiet vollständiger wären, feststehen, dass die Reagibilität der Zinsen auf die Geldmenge äusserst unbeständig ist. Da demnach der Zusammenhang zwischen Zinsniveau und monetärem Wachstum experimenteller Natur ist, erscheint es als äusserst schwierig, ein Indikatorsystem auszuarbeiten, das die Veränderung der amtlichen Sätze in eine vorherbestimmte Beziehung zu den Veränderungen der Geldmenge setzt.

Drittens ist festzuhalten, dass selbst bei einem monetären Steuerungssystem, das im wesentlichen auf dem Mittel der Kreditbegrenzung gründet, die Zinsen nicht auf jedem beliebigen Niveau festgesetzt werden können. In der Tat wäre es utopisch, zu glauben, dass eine Begrenzung der Kredite es ermöglichte, eine restriktive Geldpolitik mit einem niedrigen Zinsniveau zu kombinieren. Die Erfahrung hat gezeigt, dass in diesem Fall der Rahmen "gesprengt wird"; wegen des niedrigen Zinsniveaus übersteigt die Kreditnachfrage das Kreditangebot in einem Ausmass, dass die Behörden gezwungen sind, Rallongen zu gewähren, um dieser wachsenden Kreditnachfrage begegnen zu können.

Was viertens die Beziehung zwischen der Geldpolitik und den durch die Teilnahme am EWS bedingten Zwängen betrifft, so kann eine kurzfristige Feinsteuerung der Geldschöpfung mitunter mit der Verpflichtung kollidieren, zur Stabilisierung der Wechselkurse an den Devisenmärkten zu intervenieren oder Zinsänderungen vorzunehmen. Wenn man hingegen die Geldpolitik in einem längerfristigen Zusammenhang betrachtet, so besteht kein Gegensatz zwischen monetären Zielsetzungen und äusseren Zwängen. Vielmehr setzen stabile Wechselkurse eine Abstimmung der in der Gemeinschaft verfolgten quantitativen Ziele voraus. Diesbezüglich ist festzuhalten,

dass die Geldpolitik Frankreichs hinsichtlich der Zwischenziele pluralistisch gestaltet ist; sie orientiert sich ebenso an der Geldschöpfung wie an der monetären Basis und berücksichtigt Zinsniveau wie Wechselkurs. Aus Gründen, die auf die Besonderheiten in Frankreich zurückzuführen sind, messen die Behörden dem zuletzt genannten Element freilich eine sehr geringe Rolle zu. Während man in der Vergangenheit den Wechselkurs als Anpassungsvariable überbeansprucht hat, wird die Stabilität des Währungsaussenwerts gegenwärtig als ein unabdingbarer Bestandteil der Antiinflationpolitik angesehen.

Schliesslich ist zu erwähnen, dass in Frankreich sehr wenig von einer verringerten Kreditmittlertätigkeit der Banken zu beobachten ist. Wegen der Devisenkontrollen findet ein Ausweichen auf die Auslandsmärkte nur mit relativ geringen Beträgen statt. Hingegen kann man seit einiger Zeit eine Verlagerung der Finanzierungstransaktionen vom Bankensystem zu den Finanzmärkten feststellen. Es handelt sich hier jedoch um eine Entwicklung, die gefördert werden muss, weil die Finanzmärkte viel zu lange zugunsten einer übermässig dynamischen Bankkreditgewährung vernachlässigt wurden.

Herr Ciampi erklärt, dass die italienischen Behörden seit den sechziger Jahren ein System der Steuerung der monetären Basis anwenden. Die mit diesem System gemachte Erfahrung legt den Schluss nahe, dass eine Steuerung der monetären Basis es ermöglicht, die Entwicklung von Geld und Kredit mit einer Verzögerung von 12 bis 18 Monaten in den Griff zu bekommen. Ueber einen kürzeren Zeitraum gesehen bewirkt die Phasenverschiebung zwischen der geldpolitischen Massnahme und der Reaktion des Marktes weniger sicher eintretende Ergebnisse. Es trifft zu, dass die Banca d'Italia sich im Rahmen ihrer täglichen Geldpolitik operationelle Ziele in bezug auf die monetäre Basis setzt; sie betrachtet diese Ziele jedoch nicht als ein Mittel der Feinsteuerung.

In den Fällen, in denen die Behörden ein zu starkes Wachstum der Geldmengen- und Kreditaggregate feststellen, das auf eine übermässige Liquiditätsschöpfung durch das Schatzamt oder, in geringerem Ausmass, das Ausland zurückzuführen ist, bedienen sich die Behörden des Instruments der Kreditplafondierung. Bei diesem Vorgehen sind sich die Behörden indessen der längerfristig mit einer Plafondierung verbundenen negativen Auswirkungen auf die Struktur des Bankensystems bewusst.

Herr Ciampi schliesst mit der Bemerkung, dass die italienische Erfahrung die Vermutung bestätigt, wonach die Steuerung der monetären

Basis ausreicht, um längerfristig die Geldmengenentwicklung in den Griff zu bekommen, während sie sich kurzfristig zur Regulierung des monetären Wachstums als unzureichend erweist.

Herr Zijlstra ist der Ansicht, dass die Diskussionen über das "Grünbuch" die Zentralbankpräsidenten an das bedeutende Problem der Harmonisierung der geldpolitischen Instrumente heranführt, die ein erster Schritt in Richtung auf die Wirtschafts- und Währungsunion ist.

Was die im "Grünbuch" analysierten Verfahren der monetären Kontrolle angeht, so dürfte feststehen, dass eine Steuerung der monetären Basis nicht zu einer auf Gemeinschaftsebene akzeptierten Technik werden kann. Dieses Verfahren setzt nämlich ein Mindestmass an Stabilität des monetären Multiplikators voraus. In den Niederlanden ist diese Grösse jedoch äusserst labil, und die Einführung von Mindestreserven könnte das Problem nur teilweise lösen. Zum einen ist die Relation zwischen Banknoten und Münzen und der in Form von Bankguthaben gehaltenen Liquidität äusserst schwankend; zum anderen steht es im freien Ermessen der Banken, Liquiditätsreserven zu halten, die über die Mindestreserven hinausgehen. Angesichts der Elastizität des Verhältnisses zwischen Pflichtreserven und tatsächlich gehaltener Liquidität führt ein Einwirken auf die monetäre Basis nicht zwangsläufig zu dem erwünschten Effekt beim Geld- und Kreditwachstum.

Die von Herrn de la Genière erwähnte Instabilität des Zusammenhangs zwischen Geldmenge und Zinsniveau erklärt sich aus den Inflationserwartungen. Eine Aenderung dieser Erwartungen verlagert die Kurve der gegenüber Zinsänderungen bestehenden Elastizität der monetären Nachfrage. Infolgedessen können die Währungsbehörden in einer von Aenderungen der inflationären Erwartungen geprägten Umwelt keine mechanischen Regeln anwenden. In diesem Zusammenhang wäre es angezeigt, den besonderen Umständen nachzugehen, die in Italien zu zufriedenstellenden Ergebnissen bei der Steuerung der monetären Basis geführt haben. Die Einführung dieses Verfahrens in den USA im Oktober 1979 hat hingegen keine befriedigenden Ergebnisse gezeitigt; im Gegenteil hat die Steuerung der monetären Basis, wie sich an den starken Zinsschwankungen ersehen lässt, einen destabilisierenden Einfluss auf die Erwartungen der Märkte gehabt.

Kurzum, das Verfahren der Steuerung der monetären Basis kann kaum empfohlen werden, insbesondere wegen der Unbeständigkeit des monetären Multiplikators. Es ist einzuräumen, dass langfristig sich monetäre Basis

und Geldmenge parallel entwickeln, doch liefert diese Ex-post-Beziehung keinerlei Orientierung für Entscheidungen auf geldpolitischem Gebiet.

Auf der anderen Seite könnte das Indikatorsystem in den Niederlanden kaum Anwendung finden, denn die Behörden müssen sich bei ihren das Zinsniveau beeinflussenden Massnahmen von den Zwängen leiten lassen, die die Entwicklung der ausländischen Märkte auferlegt. Für Grossbritannien könnte es in der gegenwärtigen Lage von Nutzen sein, im Rahmen des EWS wäre es jedoch nicht anwendbar.

Bei der Lektüre des "Grünbuchs" drängt sich auch die Tatsache auf, dass bei der Harmonisierung der geldpolitischen Instrumente sehr wenig Fortschritte erzielt werden konnten. Einige Länder stellen keine quantitativen Ziele für das Wachstum von Geld und Kredit auf; andere Länder legen zwar derartige Normen fest, lassen dann aber Abweichungen zu. Eine dritte Gruppe hat die Erfahrung gemacht, dass die Geldmengenentwicklung zufällig dem von den Behörden gesteckten Ziel entsprochen hat. So wurden in den Niederlanden die geldpolitischen Zwischenziele in den letzten Jahren erreicht, aber nur deshalb, weil die vom Finanzministerium geschaffene Ueberliquidität durch den kontraktiven Einfluss des Zahlungsbilanzdefizits kompensiert wurde, das seinerseits das Ergebnis eines zu hohen Defizits des öffentlichen Sektors war. Diese Feststellung führt zu der Schlussfolgerung, dass die Wirkungen der gegenwärtig von den EWG-Ländern benutzten Instrumente zu wenig bekannt sind; das gilt auch hinsichtlich der Beschaffenheit der Instrumente, die tatsächlich den Behörden zur Verfügung stehen müssten, und ihrer abgestimmten Anwendung im Innern der Gemeinschaft. Diese Fragen sind es wert, vom Ausschuss der Zentralbankpräsidenten vertieft zu werden, der darüber von Zeit zu Zeit diskutieren könnte.

Herr de Strycker erklärt, dass die Ueberlegungen der Expertengruppe, ob die im "Grünbuch" dargelegten monetären Steuerungssysteme mit der Teilnahme am Wechselkursmechanismus des EWS vereinbar sind, für den Ausschuss der Zentralbankpräsidenten von besonderem Interesse sind. Dieser ist einerseits berufen, sich mit dem reibungslosen Funktionieren des EWS zu beschäftigen, andererseits wünscht er nach wie vor, dass Grossbritannien eines Tages beschliesst, dem gemeinschaftlichen Wechselkurssystem beizutreten. Aus der Analyse des "Grünbuchs" zieht die Gruppe die Schlussfolgerung, dass die zwei dort beschriebenen Systeme monetärer Steuerung kaum kompatibel sein dürften mit den sich aus einer Teilnahme am EWS-Verbund hinsichtlich

der Wechselkurse ergebenden Verpflichtungen. Ihre konsequente Anwendung würde leicht erratische Bewegungen der britischen Zinsen auslösen, was nicht ohne Einfluss auf die Wechselkurse bleiben würde. Zahlreiche Beispiele insbesondere der jüngsten Vergangenheit verdeutlichen, dass bei unveränderten Wechselkurserwartungen zwischen Zinsbewegungen und Wechselkursentwicklung ein enger Zusammenhang besteht, und dies gilt für viele Währungen und nicht nur für die kleinsten. Es gibt demnach Gründe, über Verfahren der monetären Steuerung besorgt zu sein, die heftige Zins- und damit Wechselkurschwankungen nach sich ziehen könnten. Was die Wechselkurse betrifft, so dürfen Aenderungen der Leitkurse zwar nicht ausgeschlossen werden, doch würden zu häufige Anpassungen der Grundidee des EWS widersprechen.

Der Vorsitzende schliesst die Diskussion mit dem Dank an die Expertengruppe für ihren Bericht; Herr Richardson äussert sich befriedigt über den Beitrag der Gouverneure zu dieser Aussprache.

V. GEDANKENAUSTAUSCH ZU DEN TAGESORDNUNGSPUNKTEN DER SITZUNGEN

Der Vorsitzende verweist darauf, dass es üblich ist, diesen Gedankenaustausch jedes Jahr auf die Tagesordnung der Septembersitzung des Ausschusses zu setzen. Wenn auch eine Diskussion von Sachfragen am heutigen Tag nicht notwendig erscheint, so ist doch eine Verfahrensfrage wichtig genug, um vom Ausschuss erörtert zu werden. Es geht um das informelle Treffen der EWG-Finanzminister am 20. und 21. September in Luxemburg. Zum einen erging die Einladung zu dieser Tagung ländersweise an die Finanzminister und eine andere Persönlichkeit. Zum anderen wurde Herr Hoffmeyer eingeladen, in seiner Eigenschaft als Vorsitzender des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten teilzunehmen. Da indessen der Ausschuss die dort anstehenden Fragen nicht diskutiert hat, kann sein Vorsitzender nicht im Namen des Ausschusses sprechen. Inzwischen scheinen jedoch einige Aenderungen hinsichtlich der Organisation dieses Treffens eingetreten zu sein.

Herr Jaans betont, dass es den Finanzministern selbstverständlich freisteht, sich vom Zentralbankpräsidenten begleiten zu lassen. Ausserdem können die Delegationen, die prinzipiell nur zwei Personen je Land umfassen sollten, um eine dritte Persönlichkeit erweitert werden.

Die Einladung an die Vorsitzenden des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten und des Währungsausschusses bezweckt nicht, die Ansichten beider Ausschüsse über Fragen in Erfahrung zu bringen, die sie nicht erörtert haben. Die Anwesenheit der beiden Vorsitzenden wird eher für den Fall für nützlich angesehen, dass es im Anschluss an das Treffen der Finanzminister zu Nachfolgetätigkeiten kommen sollte. Im übrigen beabsichtigt der Vorsitzende des Rates der Finanzminister der EWG, weitere Fragen anzuschneiden, so das Problem des Recycling und den Beitrag des IWF wie der Weltbank zur Lösung dieses Problems, die Zweckmässigkeit einer Ueberprüfung des EWS, die Frage, welches Verfahren hierfür gewählt werden soll, sowie die dreiseitige Konferenz.

Herr Zijlstra begrüsst die von Herrn Jaans soeben bekanntgegebene Verfahrensänderung und erinnert daran, dass in den Niederlanden der Präsident der Zentralbank Gouverneur im IWF ist. Ganz allgemein wäre es bedauerlich, wenn die Treffen der Finanzminister ohne Berücksichtigung einer Teilnahme der Zentralbankpräsidenten anberaumt würden. Diese müssten wachsam gegenüber dieser Gefahr sein und auf ihre Teilnahme bestehen.

VI. ANALYSE DER FOLGE MONATLICHER STATISTIKEN

Der Ausschuss nimmt diese Analyse nicht vor.

VII. WEITERE FRAGEN INNERHALB DER ZUSTAENDIGKEIT DES AUSSCHUSSES

Teilnahme des Gouverneurs der Bank von Griechenland an den Sitzungen des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten

Der Vorsitzende verweist darauf, dass Griechenland ab 1. Januar 1981 Vollmitglied der Europäischen Gemeinschaft ist und damit sämtlichen Organen und Institutionen der Gemeinschaft angehören wird. Während der Beitrittsverhandlungen war man indessen übereingekommen, dass Griechenland an den Aktivitäten der EWG-Ausschüsse bereits vor diesem Zeitpunkt teilnehmen wird.

In Uebereinstimmung mit dieser Absprache, den Intensionen des Währungsausschusses und auch der seit 1972 geübten Praxis schlägt der Vorsitzende den Zentralbankpräsidenten vor, den Gouverneur der Bank von Griechenland ab November 1980 zu den Sitzungen des Ausschusses einzuladen.

Der Ausschuss erklärt sich mit dem Vorschlag des Vorsitzenden einverstanden.

VIII. ZEIT UND ORT DER NAECHSTEN SITZUNG

Die nächste Sitzung findet am Dienstag, dem 11. November 1980, um 10 Uhr in Basel statt.

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

JULI UND AUGUST 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 Juli und August sowie in den ersten Septembertagen 1980.

I. ENTWICKLUNG DER WECHSELKURSE

Das Geschehen an den Devisenmärkten war im Juli und August insgesamt gesehen eher ruhig. Politische Faktoren spielten zumeist eine untergeordnete Rolle. Tagesschwankungen der Wechselkurse fielen oft deshalb etwas stärker als sonst üblich aus, weil sich die Devisenumsätze in der Ferienzeit auf schmaleren und flacheren Märkten vollzogen.

Haupteinflussgrösse für die Kursgestaltung war die Entwicklung des Zinsgefälles zwischen dem US-Dollar und den anderen Währungen sowie die Ungewissheit der Märkte über den weiteren Verlauf der Konjunktur in den USA.

Der Rückgang der Dollarzinsen verlangsamte sich und kam dann ganz zum Stillstand; ansschliessend zogen die Kurse wieder an, als verschiedene Nachrichten ein Ende des konjunkturellen Abschwungs vermuten liessen. Gleichzeitig hatte es bei der Mehrzahl der anderen Länder, in Europa und Japan, den Anschein, als habe ihr Zinsniveau auch weiterhin eine sinkende Tendenz. Angesichts dieser Entwicklung konnte sich der US-Dollar gegenüber den anderen Währungen der an der Konzertation beteiligten Länder mit Ausnahme des Pfund Sterling teilweise sogar beträchtlich verbessern.

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

Die Kursentwicklung des US-Dollar war nichtsdestoweniger recht wechselhaft. Anfang Juli wurde die amerikanische Wahrungverstarkt angeboten, als die Beendigung der im März ergriffenen Sondermassnahmen zur Kreditdrosselung bekanntgegeben wurde. Danach entwickelten sich die Kurse in enger Parallelität zu der Geldmarktentwicklung in den USA und am Eurodollarmarkt. Bis in die dritte Juliwoche hinein hatte die Dollarnotiz gegenüber den meisten Währungen noch relativ stabil gelegen. Kurz vor dem Monatwechsel Juli/August setzte dann eine leichte Aufwärtstendenz ein, die wenig später zu einer regelrechten Dollarhausse, besonders gegen D-Mark, Yen und Schweizer Franken führte. Der Kursanstieg kam zunächst etwas überraschend, hatte die amerikanische Notenbank den Diskontsatz doch gerade erst um einen vollen Prozentpunkt auf 10% p.a. gesenkt. Die Erklärung Chairman Volckers, die amerikanischen Geldmengenziele für 1981 würden um jeweils einen halben Prozentpunkt gegenüber 1980 herabgesetzt, liess die Marktteilnehmer mit einer konsequenten Fortsetzung der Inflationsbekämpfung in den USA rechnen, ebenso wie die Tatsache, dass die Federal Reserve einen relativ starken Anstieg der Federal funds rate hinnahm. Als schliesslich bekannt wurde, dass im Juni zum ersten Mal in diesem Jahr die "leading indicators" wieder gestiegen waren, setzten umfangreiche US-Dollarkäufe ein.

In Ermangelung neuerer Daten zur Entwicklung der ökonomischen Grundfaktoren in den USA geriet der Dollarkurs Anfang August unter den Einfluss einer etwas unsteten Entwicklung der Dollarzinsen. Im weiteren Verlauf des Monats August profitierte der Dollar dann von Faktoren, die - wie das starke Ansteigen der Geldmengenaggregate und das vorsichtige Anheben der Prime rate - dem Markt den Eindruck vermittelten, dass die Periode sinkender Zinsen für die erste vorbei sei.

Im europäischen Währungssystem ging es auch im Juli und August ohne Spannungen ab. Zwar waren die D-Mark und die Lira zeitweise unter gewissem Druck, doch bestand zu keinem Zeitpunkt bei einer der Mitgliedswahrungen die Gefahr des Erreichens der Abweichungsschwelle. Ebenso hielt sich die Veränderung der Kursspanne zwischen der jeweils schwächsten und stärksten Währung im engeren Kursband (ohne die Lira) in engen Grenzen: sie weitete sich bis Ende August um lediglich rd. 0,2% auf etwa 1,60% aus. Innerhalb des Wechselkursgefuges kam es allerdings zu einigen Verschiebungen was die Divergenzindikatorwerte sowie die Rangfolge der Festigkeit anlangt.

Besonders auffallend war dabei die Kursverbesserung des holländische Gulden sowie die Befestigung und ab Mitte August neuerliche Abschwächung des belgischen Franken; auch der französische Franken büsste nach einer langen Phase besonderer Festigkeit Ende August etwas an Wert ein.

Im einzelnen betrachtet war der französische Franken die meiste Zeit über stärkste Währung. Nur einige Male musste er für kurze Zeit seinen Spitzenplatz dem irischen Pfund überlassen. Gegen Ende August trat dann eine Kursabschwächung ein, die im wesentlichen mit der Verschlechterung der französischen Handelsbilanz und der Zunahme der Inflationsrate, verbunden mit einem starken Rückgang der kommerziellen Nachfrage nach französischen Franken zusammenhing.

Die D-Mark war bis gegen Ende August ständig schwächste Währung in der Bandbreite von 2,25%. Ihr Divergenzindikator verschlechterte sich bis in die ersten Augusttage hinein und erreichte zeitweise den Wert 61%. Zu diesem Zeitpunkt wich sie vom französischen Franken als stärkster Währung in der bilateralen Relation um 1,95% ab. Auch gegenüber den meisten anderen EWS-Währungen büsste die D-Mark an Wert ein. Hauptgrund für ihre kontinuierlichen Kursverluste war die starke Ausweitung des Leistungsbilanzdefizits.

Die dänische Krone lag in den Berichtsmonaten stets im mittleren Bereich des Kursbandes; dabei verbesserte sich ihr Divergenzindikator leicht.

Der holländische Gulden veränderte seine Position im Kursgefüge mehrfach. Im "parity grid" pendelte er fortwährend zwischen dem 2. und 3. Platz. Ende August avancierte er zur stärksten Währung. Sein Kursanstieg gegenüber den Partnerwährungen schlug sich in der bemerkenswerten Verbesserung seines Abweichungsindicators von 11% (Anfang Juli) auf 45% (Mitte August) nieder. Die Diskontsatzsenkung der Niederländischen Bank am 21. Juli um einen halben Prozentpunkt auf 9% p.a. blieb ohne negative Auswirkungen auf den Kurs.

Umgekehrt büsste der belgische Franken seine bis in den August hinein anhaltend freundliche Tendenz im weiteren Verlauf des Monats nicht nur wieder ein, sondern er fiel im Kursband sogar um eine Stelle und nahm am Monatsende hinter der D-Mark den schwächsten Platz unter den 2,25% - Währungen ein. Die Abschwächung spiegelte sich in dem unter allen EWS-Währungen stärksten Rückgang des Abweichungsindicators um 35 Punkte auf den Wert 39 (Ende August) wider. Belastend für den Kurs wirkten sich innen- und gesellschaftspolitische Schwierigkeiten sowie die zunehmende Staatsverschuldung aus; ferner litt

die belgische Währung auch unter erratischen Schwankungen einzelner ausländischer Leitzinsen.

Das irische Pfund konnte seinen guten 3. Platz im Wechselkurssystem im Laufe des Juli zunächst noch verbessern und schob sich in der ersten Augushälfte auf den 2. Platz vor. Vereinzelt machte es sogar dem französischen Franken kurzfristig den ersten Platz streitig. Gegen Ende August kündigten sich dann erste Anzeichen für eine etwas schwächere Tendenz an. Am Monatsende lag das irische Pfund schliesslich wieder auf dem 3. Platz. Seine festeste Position im Wechselkursverbund verzeichnete es bei einem Divergenzindikatorwert von 44%, während es mit 5% (Mitte Juli) seine relativ schwächste Notiz hatte.

Die italienische Lira wies nach Bekanntgabe des Notprogramms für die italienische Wirtschaft und auch mit dem einsetzenden Reiseverkehr nach Italien vorübergehend eine etwas freundlichere Tendenz auf. In der zweiten Augushälfte geriet sie dann aber erneut unter Druck, als wieder Abwertungsspekulationen einsetzten. Die Lira verzeichnete im Juli trotz beachtlicher Dollarkäufe die geringste Kursabschwachung gegenüber dem US-Dollar. Im August hingegen vermochten selbst grössere Dollarverkäufe nicht eine deutliche Werteinbusse gegenüber der amerikanischen Währung zu verhindern.

Das englische Pfund verzeichnete im Juli und August starke Kursgewinne. Die geradezu spektakuläre Pfundfestigkeit, die gegen US-Dollar in Kursen von fast 2,40 Dollar gipfelte, war auf das Zusammentreffen einer Reihe günstiger Faktoren zurückzuführen, von denen besonders das hohe Zinsniveau, die Unabhängigkeit von Energieimporten, eine restriktive Wirtschaftspolitik, die -zur Zeit allerdings konjunkturbedingte - vorteilhafte Entwicklung des britischen Aussenhandels und die Entdeckung neuer Oelvorkommen in der Nordsee zu erwähnen sind. Von allen europäischen Währungen war das englische Pfund die einzige, die sich im Berichtszeitraum gegenüber dem US-Dollar aufwertete; die Kursveränderung betrug 1,4%, gegenüber der ECU verbesserte es sich um beachtliche 2,7%.

Der Schweizer Franken erlitt gegenüber dem US-Dollar eine Kurseinbusse von 1,8% und entwickelte sich damit etwa im Gleichschritt mit den EWS-Währungen.

Die im Juli stärksten Kursverluste gegenüber dem US-Dollar musste der japanische Yen mit 4,2% hinnehmen. Einen besonders deutlichen Kurseinbruch verzeichnete er in der dritten Juliwoche, als man von japanischer öffentlicher Seite eine baldige Reduzierung des Diskontsatzes in Aussicht

stellte. Auch gereichten dem Yen wohl die immer wieder auflebenden Diskussionen um eine Beschränkung der Autoexporte zum Nachteil. Im August holte der Yen aber seine Kursverluste weitgehend wieder auf. Im wesentlichen haben dazu die jüngsten Exportsteigerungen Japans sowie Kapitalzuströme von arabischen Oelländern geführt.

Die norwegische Krone profitierte von Steuerzahlungen der Erdölgesellschaften. Ihr Kursrückgang gegenüber dem US-Dollar fiel im Juli aus diesem Grunde geringer aus als bei den meisten anderen Währungen; im August realisierte sie gar einen Kursgewinn von knapp 1%.

Der effektive Wechselkurs der schwedischen Krone war - freilich dank umfangreicher Dollarabgaben der Zentralbank und hoher Kapitalimporte - relativ stabil.

Der Kurs des kanadischen Dollar bildete sich gegen US-Dollar im Juli leicht zurück, befestigte sich danach aber wieder, so dass die Abwertung am Ende des Berichtszeitraumes netto 0,6% betrug.

II. INTERVENTIONEN IN US-DOLLAR

Die Interventionen in US-Dollar waren insgesamt gesehen nicht sehr umfangreich. Im Juli kauften die an der Konzertation beteiligten Notenbanken netto betrachtet \$1,5 Mrd., verglichen mit \$0,1 Mrd. im Juni. Die Käufe beliefen sich brutto auf \$3,7 Mrd. und die Verkäufe auf \$2,2 Mrd. Als grösster Käufer trat dabei die Banca d'Italia auf. Nennenswerte Dollarverkäufe tätigten die Schwedische Reichsbank und die Bank von Kanada.

Im August überwogen hingegen die Dollarabgaben; Dollarabgaben in Höhe von 2,3 Mrd. und Dollarkäufe im Betrage von 1,8 Mrd. saldierten sich zu Nettoverkäufen in Höhe von \$0,5 Mrd. Am höchsten waren die Dollarverkäufe der Banca d'Italia und der Schwedischen Reichsbank. Die Norges Bank erwies sich als grösster Dollarkäufer. In geringerem Umfang nahm auch die Bank von England Dollars aus dem Markt.

Die Federal Reserve tätigte sowohl Käufe als auch Verkäufe, teils zur Verhinderung erratischer Kursschwankungen, teils zur Wiederauffüllung ihrer Devisenreserven.

III. INTERVENTIONEN IN EUROPÄISCHEN WÄHRUNGEN

Die Interventionen in Währungen der Partnernotenbanken hatten nur geringfügigen Umfang. Sie beliefen sich im Juli auf umgerechnet fast eine viertel Mrd. US-Dollar, verglichen mit knapp 50,2 Mrd. im Juni. Sie resultierten ausschliesslich aus intramarginalen DM-Käufen der Bank von Frankreich sowie, wenn auch für sehr viel bescheidenere Beträge, aus Pfund Sterling-Käufen der Zentralbank von Irland.

Im August fanden Interventionen in EWS-Währungen im Gegenwert von knapp 50,2 Mrd. statt. Sie wurden ausnahmslos innerhalb der Bandbreite von 2,25% vorgenommen. Im wesentlichen handelte es sich auch im August um von der Banque de France getätigte DM-Käufe. Im geringeren Umfang trat die Banque Nationale de Belgique als Abgeber von holländischen Gulden auf.

* * *

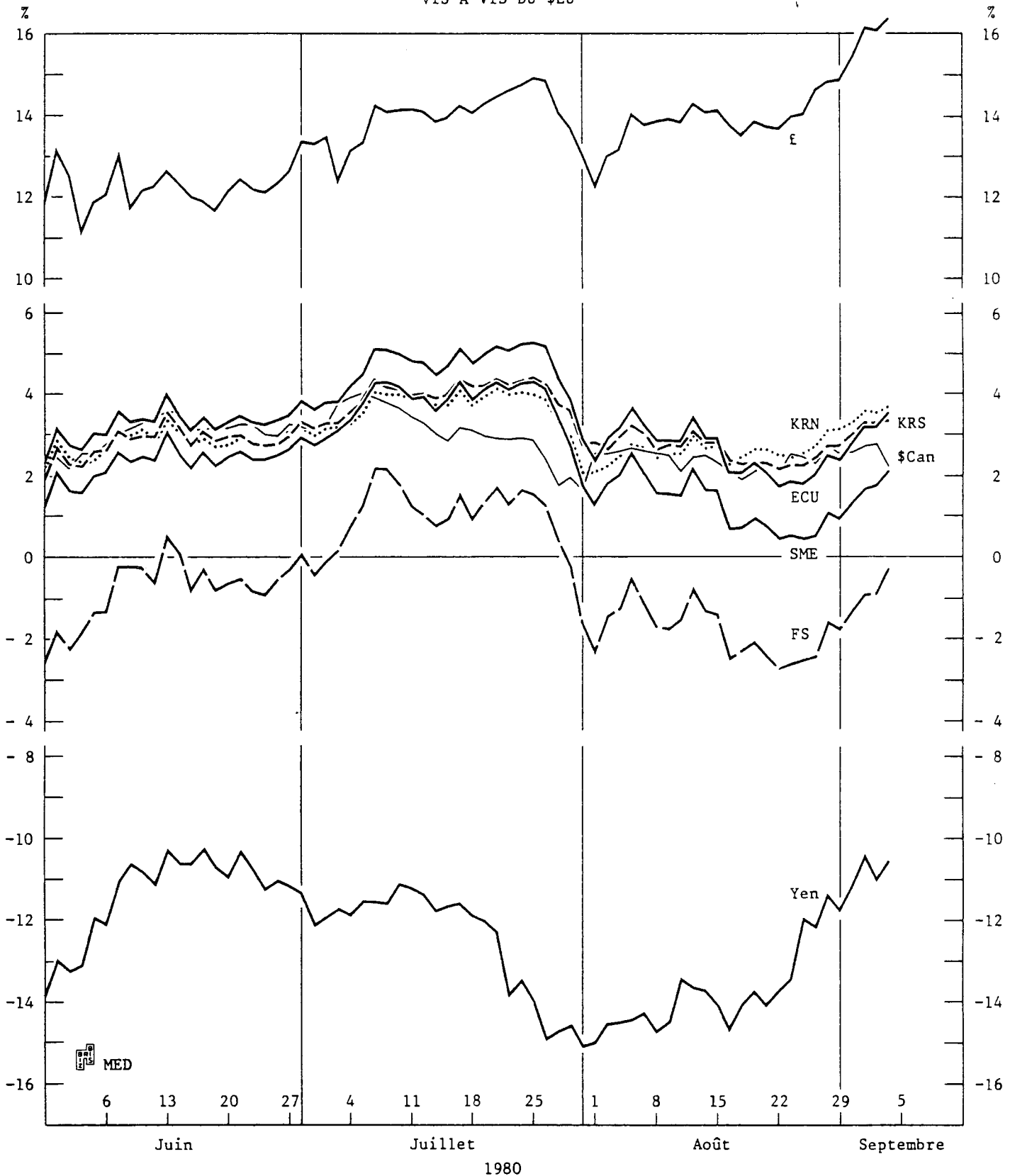
Auch in der ersten Septemberwoche vollzog sich die Kursentwicklung in relativ ruhigen Bahnen. Der US-Dollar schwächte sich im Gefolge leicht nachgebender Zinssätze am Eurodollarmarkt und beim amerikanischen Tagesgeld gegenüber allen anderen Währungen etwas ab. Am auffallendsten waren die Kursrückgänge gegenüber dem Schweizer Franken, dem irischen Pfund und dem belgischen Franken.

Das englische Pfund schwächte sich in Erwartung der Märkte auf eine Senkung der "minimum lending rate" für kurze Zeit ab, holte den Kursverlust aber rasch wieder auf, als bekannt wurde, dass der Leitzins unverändert bei 16% p.a. belassen worden war. Der Yen gewann gegenüber dem Dollar 0,41% an Wert.

Im Paritätengitter des EWS kam es zu einem Positionswechsel sowohl zwischen dem irischen Pfund und dem französischen Franken, als auch zwischen dem belgischen Franken und der D-Mark. Das irische Pfund rückte vor den französischen Franken auf den zweiten Platz. Die D-Mark konnte ihre freundlichere Tendenz zwar zunächst sogar noch akzentuieren - ihr bester Divergenzindikatorwert lag bei 37% -, fiel gegen Ende der Woche dann aber im Kurs deutlich zurück und trat ihren 5. Platz an den belgischen Franken ab. Der Kursabstand zwischen der italienischen Lira und dem Gulden als der stärksten Währung erreichte zuletzt knapp 3,70%, nachdem er am Ultimo August rd. 3,45% betragen hatte.

Die Dollarinterventionen bestanden Anfang September in erster Linie aus Verkäufen. Sie wurden vornehmlich von Schweden, Italien und Kanada getätigt. Nennenswerte Dollarkäufe fanden nicht statt. Interventionen in EWS-Währungen blieben gänzlich aus.

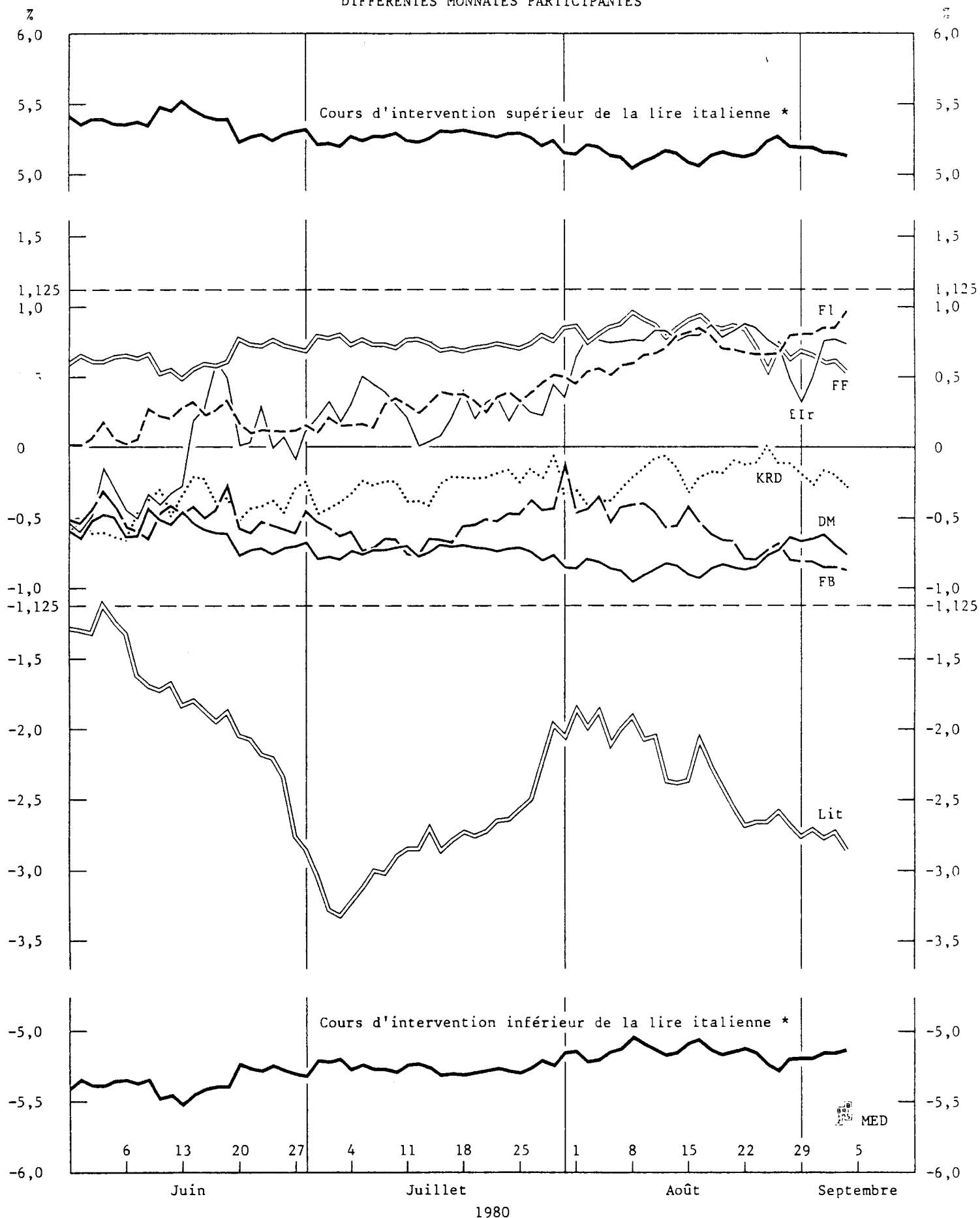
EVOLUTION DE L'ECU, DU COURS MEDIAN DES MONNAIES PARTICIPANT AU SME
 ET DES MONNAIES DES AUTRES BANQUES CENTRALES PARTICIPANT A LA
 CONCERTATION SUR LA BASE DES COURS RELEVES LE 28 DECEMBRE 1978
 VIS-A-VIS DU \$EU *



* 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.

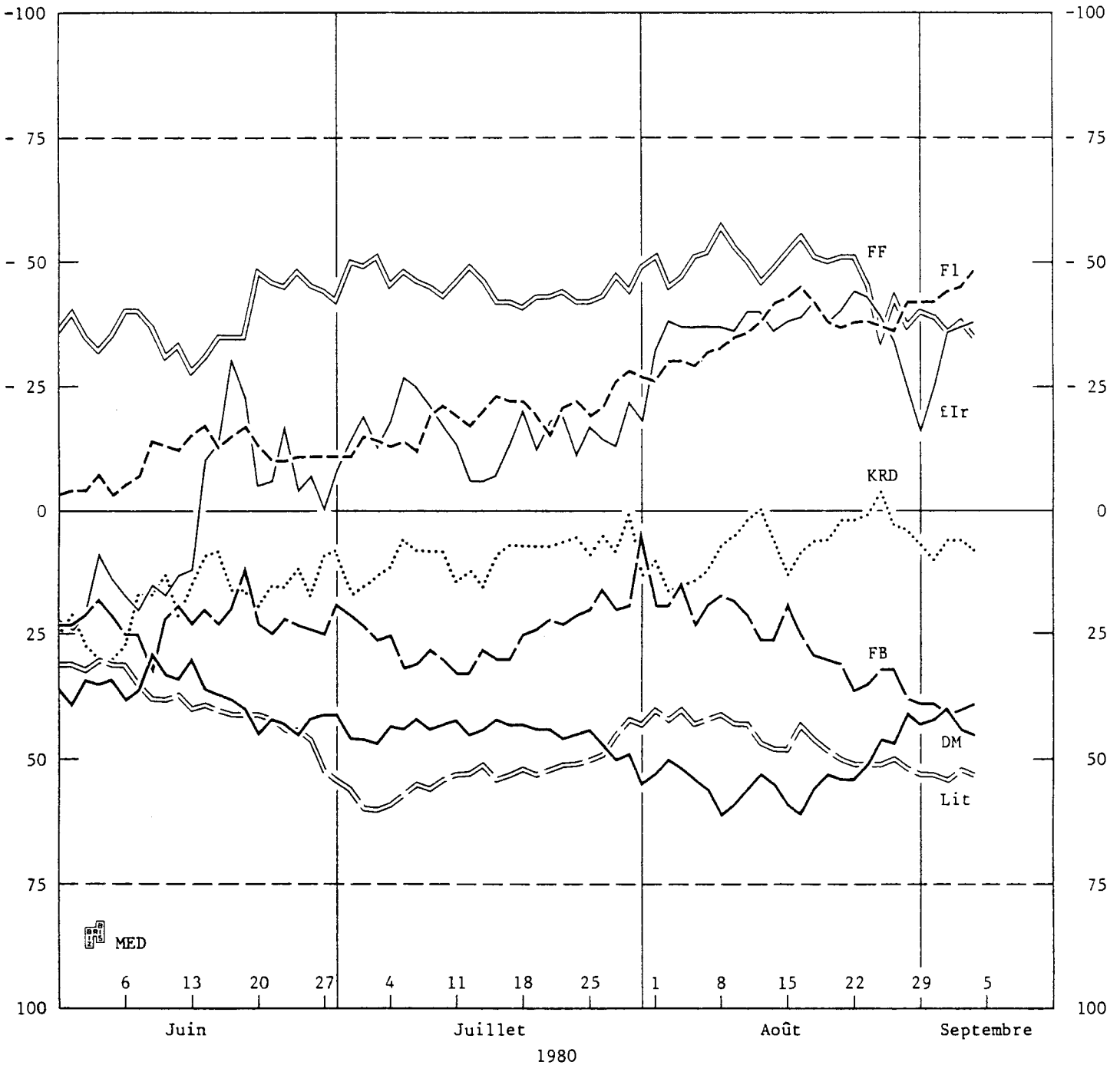
4 septembre 1980

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 *

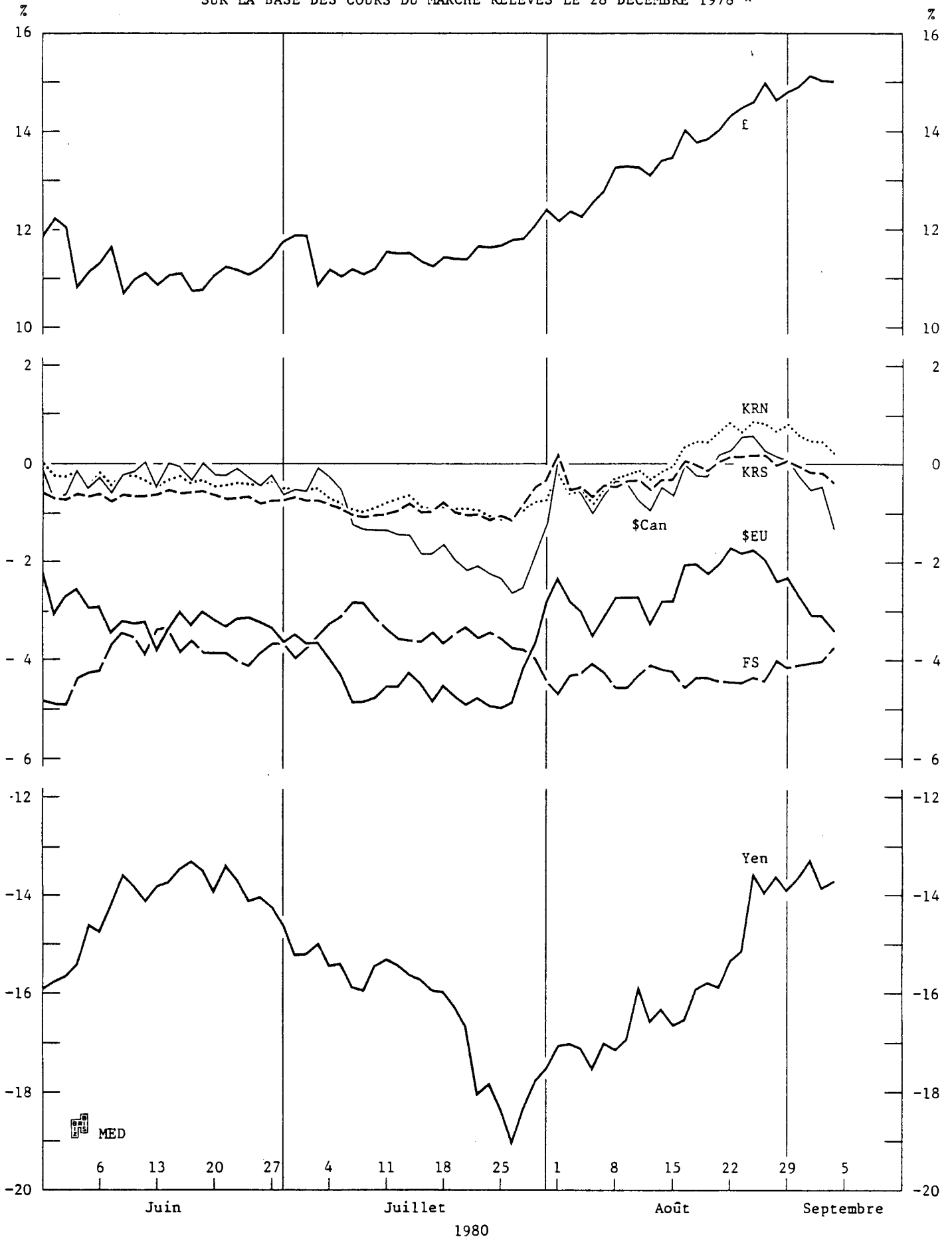


* L'indicateur de divergence a pour but de mesurer, sur une base comparable pour toutes les monnaies participant au mécanisme de change européen, la position d'une monnaie vis-à-vis de son cours-pivot ECU. L'écart maximal de divergence est le pourcentage maximal par lequel le cours de marché de l'ECU dans chaque monnaie peut s'apprécier ou se déprécier par rapport à son cours-pivot ECU; il est exprimé par ± 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.

4 septembre 1980

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