

Vertraulich

Uebersetzung

PROTOKOLL* DER 149. SITZUNG DES
AUSSCHUSSES DER PRAESIDENTEN DER ZENTRALBANKEN
DER MITGLIEDSTAATEN DER EUROPÄISCHEN WIRTSCHAFTSGEMEINSCHAFT
BASEL, DIENSTAG, 11. NOVEMBER 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 Gouverneur der Central Bank of Ireland, Herr Murray, begleitet von Herrn Breen; 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 und Balfour; zugegen sind ferner der Generaldirektor für Wirtschaft und Finanzen der Kommission der Europäischen Gemeinschaften, Herr Padoa-Schioppa, begleitet von den Herren Boyer de la Giroday und Kees; der Kommissar für die Bankenaufsicht des Grossherzogtums Luxemburg, Herr Jaans; der Gouverneur der Bank von Griechenland, Herr Zolotas, begleitet von Herrn Chalikias, als Beobachter; Herr Floc'h, mit der Wahrnehmung der Aufgaben des Vorsitzenden der Expertengruppe betraut. 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 und heisst Gouverneur Zolotas und seinen Stellvertreter Chalikias willkommen. Die beiden Herren nehmen im Hinblick auf den Beitritt Griechenlands zu den Europäischen

* Endgültige, in der Sitzung vom 9. Dezember 1980 gebilligte Fassung, die gegenüber dem Entwurf nur einige Aenderungen redaktioneller Art aufweist.

Gemeinschaften am 1. Januar 1981 heute als Beobachter zum ersten Mal an einer Ausschusssitzung teil. Herr Zolotas, seit langem Gouverneur der Bank von Griechenland, sei eine herausragende Persönlichkeit in der internationalen Wirtschafts- und Finanzwelt. Der Ausschuss freue sich, ihn und Herrn Chalikias, der als Volkswirtschaftlicher Berater bei der Bank von Griechenland tätig sei, begrüßen zu dürfen.

Herr Zolotas dankt dem Vorsitzenden herzlich für seine liebenswürdigen Begrüßungsworte und betont, wie sehr er es sich als Ehre anrechne, in den Kreis der EWG-Zentralbankpräsidenten aufgenommen zu werden. Er versichert letzteren seine Absicht, nach besten Kräften zur Lösung der schwierigen Probleme in der Gemeinschaft und insbesondere im Europäischen Währungssystem beitragen zu wollen.

Herr Zolotas führt ferner aus, dass Griechenland angesichts seiner hohen Inflationsrate nicht beabsichtige, dem EWS beizutreten; sein Land wolle aber an diesem System teilnehmen, sobald die Inflationsrate auf ein im Vergleich mit den anderen Mitgliedstaaten annehmbareres Niveau gedrückt worden sei. Die jetzige sehr hohe Inflationsrate sei nicht nur eine Folge des Erdölpreisanstiegs, sondern auch des Umfangs der öffentlichen Ausgaben, denen gegenüber die Zentralbank ziemlich machtlos sei.

I. BILLIGUNG DES PROTOKOLLS DER 148. SITZUNG

Der Ausschuss billigt einstimmig das Protokoll der 148. Sitzung vom 9. September 1980 vorbehaltlich einiger Aenderungen redaktioneller Art, die im endgültigen Text berücksichtigt werden.

Herr Murray dankt den Zentralbankpräsidenten für ihre guten Genesungswünsche anlässlich seiner jüngsten Krankheit; er habe sich sehr über dieses Gedenken gefreut und dankt dem Vorsitzenden für die Uebermittlung dieses Gedenkens.

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

Herr Floc'h, der als Vorsitzender der Expertengruppe fungiert, fasst kurz die wesentlichen Punkte des dem Protokoll beigefügten Berichts zusammen und kommentiert sie. Er unterstreicht insbesondere, dass während der Berichtsperiode die Mechanismen und Verfahren des EWS - in Form namentlich umfassender Inanspruchnahme der sehr kurzfristigen Finanzierung und einiger Barabrechnungen in ECU - zur Anwendung gelangt sind und dass dank der Konzertation zwischen den Zentralbanken, wenn sie auch nicht zu einer gemeinsamen Aktion gegenüber dem Dollar geführt hat, die Hintergründe der angewandten Interventionsmethoden besser verständlich geworden sind. Ausserdem macht er darauf aufmerksam, dass die D-Mark und der französische Franken, obzwar sie sich an den entgegengesetzten Punkten befanden, infolge der Verteilung der Währungen innerhalb der Bandbreite den Wert 70 ihres Abweichungsindikators nicht überschritten haben.

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

Herr Lamfalussy erstattet den nachstehend zusammengefassten Bericht; er enthält Bemerkungen allgemeiner Art über das Zinsniveau sowie Erläuterungen zu den in der Sitzung an die Ausschussmitglieder verteilten Tabellen über die Zahlungsbilanz Deutschlands und Frankreichs und die Wettbewerbspositionen dieser beiden Länder.

1. Die Zinssätze

Derzeit ist das internationale kurzfristige Zinsniveau völlig unbestimmt geworden. Gegenüber den früheren Erfahrungen ist dies eine ziemlich erstaunliche und neue Situation.

In den vergangenen Jahren hatten nämlich bestimmte EWG-Länder wie Belgien, Frankreich und die Niederlande eine Wechselkurs- und Zinspolitik verfolgt, die in hohem Masse darauf ausgerichtet war, den Wechselkurs ihrer Währung gegenüber der D-Mark stabil zu halten. Da die Geld- und

insbesondere die Zinspolitik Deutschlands damals antiinflationär war und binnenwirtschaftliches Gleichgewicht anstrebte ohne Rücksichtnahme auf aussenwirtschaftliche Gesichtspunkte, wies die Gesamtsituation demzufolge eine innere Konsistenz auf.

Seit ungefähr eineinhalb Jahren haben sich verschiedene bedeutsame Veränderungen ergeben, insbesondere das hohe Zahlungsbilanzdefizit Deutschlands. Aus diesem Grunde sah sich Deutschland gezwungen, bei seiner Zinspolitik auf sein aussenwirtschaftliches Gleichgewicht Rücksicht zu nehmen. Die Gegengewichte zu dieser Situation bilden weder die Position Frankreichs - das seine Zinssätze unter aussenwirtschaftlichen Gesichtspunkten herabsetzen könnte, dies aber im Hinblick auf das binnenwirtschaftliche Gleichgewicht nicht tun kann - noch die Position der USA - die kein aussenwirtschaftliches Problem haben und keine Zinssatzpolitik betreiben, obwohl sie ein Inflationsproblem haben.

So führt bei diesen drei grossen Ländern der Widerspruch zwischen den binnenwirtschaftlichen und den aussenwirtschaftlichen Gegebenheiten bzw. die fehlende Zinspolitik zu dem Endresultat, dass das internationale kurzfristige Zinsniveau völlig unbestimmt ist und dass es beispielsweise zu einem Auftrieb der amerikanischen Zinssätze kommt, obwohl der Dollarkurs steigt, und umgekehrt.

Die Entwicklung der Zinssätze und des Dollarkurses erklären zu einem wesentlichen Teil die Spannungen, die innerhalb des EWS aufgetreten sind. Es ist deshalb ziemlich normal, dass die D-Mark als zweite Reservewährung der Welt die Rückwirkung stärker zu spüren bekommt als die übrigen europäischen Währungen. Die Tiefe der Spannungen lässt indessen vermuten, dass andere Faktoren wie z.B. die Verfassung der Zahlungsbilanz mitspielen.

2. Die Zahlungsbilanz Deutschlands und Frankreichs und die Wettbewerbsposition dieser beiden Länder (vgl. die in der Sitzung verteilten Tabellen und Grafiken)

Bei einem Vergleich zeigt sich, dass in den ersten neun Monaten des Jahres 1980 das Defizit in laufender Rechnung einen bedeutenden Unterschied aufwies: das deutsche Defizit war mehr als doppelt so hoch wie das französische. Seit dem Frühjahr ist dieser Unterschied nicht mehr mit der Entwicklung der Inlandsnachfrage, die vorher in Deutschland stärker anstieg

als in Frankreich, zu erklären; auch die Entwicklung der Wettbewerbsposition beider Länder, die eine vergleichbare Verschlechterung erfahren hat, kann keine Erklärung bieten. Die Ursachen, denen es nachzuspüren gilt, könnten eventuell in den Ein- und Ausführstrukturen liegen.

Der grösste Unterschied zwischen Deutschland und Frankreich tritt bei der Kapitalbilanz in Erscheinung. Bei Deutschland nämlich wurde das Leistungsbilanzdefizit nicht mittels der Kapitalbilanz finanziert, sondern in voller Höhe und mehr von den Währungsbehörden gedeckt. Umgekehrt sind in Frankreich die amtlichen Reserven - im wesentlichen infolge von Bankgeschäften mit dem Ausland und kurzfristigen Kapitalgeschäften - erheblich angestiegen. Die Situation Japans ist insofern derjenigen Frankreichs vergleichbar, als das sehr bedeutende Leistungsbilanzdefizit in voller Höhe und mehr mittels Kapitalimporten finanziert wurde.

Man gewinnt schliesslich den Eindruck, dass das Zinsgefälle nicht die einzige bzw. nicht die wichtigste Ursache dafür ist, dass das Leistungsbilanzdefizit Deutschlands nicht mittels spontaner Kapitaleinfuhren finanziert worden ist, und dass andere Faktoren, möglichenfalls politischer Natur, mitspielen.

Der Vorsitzende dankt Herrn Lamfalussy für seine Ausführungen und bittet Herrn Pöhl um seine Meinung.

Herr Pöhl erklärt, kurz zusammengefasst, folgendes:

Die Analyse von Herrn Lamfalussy ist ausgezeichnet und kommt den Auffassungen der Bundesbank nahe. Die relative Schwäche der D-Mark wirft Fragen hinsichtlich der Ursachen und der möglichen Dauer dieser Situation auf, die nicht leicht zu beantworten sind. Das hohe Leistungsbilanzdefizit, mit \$ 15 bis 16 Mrd. im Jahr 1980, ist offensichtlich eine der Hauptursachen; es beruht nicht nur auf dem Preisanstieg bei den Erdölprodukten, sondern auch auf den Auswirkungen der in früheren Perioden des Leistungsbilanzüberschusses eingetretenen Entwicklung beim Wechselkurs und bei den Einfuhren (deren Anteil ist bei den Fertigwaren der verarbeitenden Industrie von 15% im Jahr 1970 auf über 22% im Jahr 1979 angestiegen).

Die relative Schwäche der D-Mark ist ebenfalls auf die Festigkeit des Dollars, die im wesentlichen eine Folge des amerikanischen Zinsauftriebs war, zurückzuführen. Heutzutage bedeutet tatsächlich ein fester Dollar beinahe zwangsläufig eine schwache D-Mark, die dann das EWS abwärts

zieht, ebenso wie in früheren Zeiten die D-Mark, als sie stark war, das EWS nach oben zog. Das Verhältnis des Dollars zur D-Mark, das sehr viel ausgeprägter ist als zu den anderen Gemeinschaftswährungen, erklärt die derzeitige Situation und die gegenwärtigen Spannungen innerhalb des EWS.

Angesichts der relativen Festigkeit der Paritäten können sich die Händler das Zinsgefälle praktisch ohne Wechselkursrisiko nutzbar machen. So ist bei niedrigen Zinssätzen und fehlendem Wechselkursrisiko eine Verschuldung in D-Mark sehr gesucht, und zahlreiche Länder und Privatunternehmen des Auslands haben in einem Masse davon Gebrauch gemacht, dass die Kapitalexporte ebenso hoch waren wie die Kapitalimporte. Die Behörden besitzen keine Handhabe, um diese Situation zu beeinflussen oder zu ändern, doch haben sie keinerlei Absicht, Kapitalexportbeschränkungen ins Auge zu fassen, da sie nicht die gewünschte, sondern die entgegengesetzte Wirkung haben würden.

Das politische Geschehen, insbesondere die Ereignisse in Polen, sind ebenfalls ein Faktor, der zur Schwäche beigetragen hat, dessen Bedeutung sich aber schwer beziffern lässt.

Die Spannungen innerhalb des EWS dürften aller Wahrscheinlichkeit nach so lange fortbestehen, wie die Zinssätze in den USA hoch bleiben und der Dollar relativ fest ist. Der \$/DM-Kurs lässt sich nicht durch massive Interventionen beeinflussen; diese wurden übrigens vor allem von der "Fed" ausgeführt, die sich ein "Polster" für die Rückzahlung ihrer Verschuldung schuf. In jedem Falle ist die Deutsche Bundesbank, die seit Anfang 1980 bereits ein Viertel ihrer Reserven eingesetzt hat, mit Interventionen zurückhaltend, denn die Erfahrung zeigt, dass diese eher die Tendenz haben, Kapitalbewegungen in Gang zu bringen, statt sie im Zaum zu halten.

Innerhalb des EWS wäre es wünschenswert, wenn die Partnerländer ihre Zinssätze (natürlich unter Berücksichtigung der binnenwirtschaftlichen Erfordernisse) etwas zurücknehmen könnten und das Gefälle so verringert würde. Die in Frankreich in dieser Richtung ergriffenen Massnahmen würden sehr begrüsst, weniger deren Begründung.

In Deutschland wäre es, obwohl dem Rückgang der kurzfristigen Zinssätze seit September wegen der Lage am Devisenmarkt Einhalt geboten werden musste, angesichts des gegenwärtigen Konjunkturklimas fehl am Platze, die Leitzinsen anzuheben; nicht zu Unrecht könnte der Bundesbank

dann vorgeworfen werden, dass sie lediglich eine Wechselkurspolitik betreibe.

Die langfristigen Zinssätze sind infolge der umfangreichen Verkäufe von Staatstiteln durch Ausländer und Gebietsansässige von $7 \frac{3}{4}$ auf 9% angestiegen; die Zentralbank war bemüht, diese Bewegung mittels Interventionen am Kapitalmarkt zu stoppen.

Insgesamt gesehen hat sich das Gefälle bei den kurz- und den langfristigen Zinssätzen innerhalb des EWS im Verlauf der letzten Wochen verringert.

Was die Zukunft anbelangt, so werden sich die grundlegenden Faktoren zugunsten der D-Mark auswirken, und die Wirtschaftsindikatoren zeigen ebenfalls in diese Richtung: die Konjunktur verlangsamt sich, die Importe mässigen sich, die Inflation verringert sich, die Lohnverhandlungen sind massvoll, das Geldmengenwachstum ist schwach und liegt etwas unterhalb der festgesetzten "Spanne". Das entscheidendste Element scheint indessen zu sein, dass sich die Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft im Jahr 1980 erheblich verbessert haben dürfte (in den Statistiken ist das noch nicht zu erkennen); diese Verbesserung wird früher oder später Auswirkungen haben und könnte danach sogar das EWS vor Probleme stellen.

Abschliessend lässt sich sagen, dass die D-Mark nicht strukturell schwach ist und dass man in der Zukunft mit einem nennenswerten Rückgang des Leistungsbilanzdefizits rechnen kann, vorausgesetzt dass sich die Austauschrelationen nicht zu sehr verschlechtern und es nicht zu einer neuen massiven Anhebung der Erdölpreise kommt.

Der Vorsitzende stellt fest, dass Herr Pöhl den Unterschied zwischen den kurzfristigen und den längerfristigen Aussichten der deutschen Zahlungsbilanz und der D-Mark erläutert und die Massnahmen aufgezeigt hat, die die Mitglieder des EWS zur Verminderung der Spannungen innerhalb des Systems ergreifen könnten. Er fügt hinzu, dass die Aussichten auf eine negative reale Wachstumsrate für die deutsche Wirtschaft im Jahr 1981 eine Verschärfung der Geldpolitik allerdings nicht rechtfertigen.

Herr Zijlstra macht einige Bemerkungen zum Zinsgefälle innerhalb des EWS. In den Niederlanden sind die Möglichkeiten zu Zinssatzsenkungen praktisch erschöpft; neben dem hohen Leistungsbilanzdefizit ergibt sich ein bedeutendes Defizit im langfristigen Kapitalverkehr. Beide zusammen werden ausschliesslich durch kurzfristige Kapitalimporte

über das Bankensystem finanziert; aus diesem Grunde ist es bisher noch nicht zu Reserveverlusten gekommen. Eine solche Situation kann nicht unbegrenzte Zeit dauern, vielleicht ein oder zwei Jahre, doch ist deswegen hinsichtlich des Zinssatzniveaus in den Niederlanden zur Zeit Vorsicht geboten, denn dank diesem Niveau kann gegenwärtig das Defizit der Grundbilanz finanziert werden. Im übrigen liegen die kurzfristigen Zinssätze in Deutschland und in den Niederlanden praktisch auf dem gleichen Niveau, und der Abstand zwischen den langfristigen Sätzen hat sich rasch und spürbar verringert.

Herr Zijlstra sagt abschliessend, dass es nach seinem Dafürhalten angesichts der gegenwärtigen Wirtschaftslage für die Welt bestimmt besser wäre, wenn die Zinssätze niedriger lägen, und stellt fest, dass die amerikanische Geldpolitik bzw. das Fehlen einer solchen hierfür nicht günstig ist.

Herr Ciampi macht einige Angaben zur italienischen Lage. Aus binnenwirtschaftlichen Gründen - das Parlament hat die Sanierungsmassnahmen nicht angenommen, und der Sturz der Regierung liesse Spekulationen gegen die Lira befürchten - mussten die Zinssätze Ende September angehoben werden. Der Rediskontsatz wurde um 1 1/2 Prozentpunkte auf 16,5% erhöht, womit der Effektivsatz unter Berücksichtigung der für die Banken geltenden Strafzinsen sogar bei rund 19% liegt. Diese Massnahmen wurden aus vorsorglichen Gründen ergriffen und haben sowohl am Geldmarkt wie am Devisenmarkt die erwarteten Folgen gezeitigt. Die Zinssätze sind angestiegen; die Geldmarktsätze haben sich von 19 auf 21% erhöht; die "prime rate" hat 23% erreicht, was einen hohen positiven Realzinssatz bedeutet; die Zinsen für Schatzscheine sind um 1% gestiegen.

Die Zahlungsbilanzlage wird von einem hohen Defizit insbesondere in der Handelsbilanz bestimmt (- \$ 16 Mrd. für die ersten neun Monate 1980); dank dem Ueberschuss in der Dienstleistungsbilanz dürfte sich das Leistungsbilanzdefizit für das gesamte Jahr 1980 auf \$ 6 bis 7 Mrd. reduzieren.

Was die Inflation anbelangt, so hat sich die Verlangsamung beim Anstieg der Grosshandelspreise noch nicht zur Gänze in den Verbraucherpreisen niedergeschlagen; deren Auftrieb hat sich im September und Oktober sogar beschleunigt.

Die Bildung einer neuen Regierung erlaubte es, neue Massnahmen zu ergreifen; sofern diese hinreichende Resultate bringen, sollte sich die Geldpolitik ein wenig lockern lassen. Diese hat bereits Ergebnisse gezeitigt, was insbesondere in der spürbaren Verlangsamung des Geldmengenwachstums im Jahr 1980, und zwar bei den M1-Aggregaten, mehr aber noch bei den M3-Aggregaten, zum Ausdruck kommt.

Herr de Strycker äussert sich im Zusammenhang mit den Darlegungen seiner Kollegen zu zwei Punkten.

Erstens ist festzustellen, dass die Wechselkurse während eines ziemlich langen Zeitraums in hohem Masse von den Zinssätzen beeinflusst worden sind, während sie in der Vergangenheit verschiedentlich mehr durch Erwartungen auf Aenderungen der Paritäten oder der Wechselkurspolitik bzw. durch Spekulationen bestimmt worden waren. Unter diesem Blickwinkel ist die gegenwärtige Lage recht befriedigend und hat den Handlungsspielraum der Währungsbehörden etwas vergrössert. Hingegen bedeutet die Haltung der USA mit ihrer fehlenden klaren Zinspolitik - die Zinssätze entwickeln sich dort nach anderen als den normalerweise für die Zentralbanken geltenden Kriterien - eine erhebliche Behinderung für die europäischen Länder und insbesondere für Deutschland.

Zweitens ist erneut festzustellen, dass es sehr problematisch ist, wenn innerhalb des EWS die Wechselkurse ziemlich stabil sind, während die Kurse anderer Währungen, insbesondere des Dollars, unstabil sind. Man darf sich fragen, wo die von den USA im November 1978 in aller Form angekündigte Zins- und Wechselkurspolitik geblieben ist. Tatsächlich betreibt dies Land keine Zinssatzpolitik und ist deshalb am Wechselkurs, dessen Stabilität nicht durch Interventionen gewährleistet werden kann, uninteressiert. Es wäre daher bestimmt von Nutzen, wenn die Gemeinschaft den Dialog mit den USA - mit vielleicht mehr Nachdruck, und zwar Anfang 1981, wenn die Umstände dafür geeigneter sind - wieder aufnehmen und dabei in Erinnerung rufen würde, dass Europa an einer grösseren generellen Stabilität der Wechselkurse sehr interessiert ist und dass dazu die Mitarbeit der USA notwendig ist.

Herr Pöhl nimmt Bezug auf den von Herrn Zijlstra zum Ausdruck gebrachten Wunsch nach einem tieferen Zinssatzniveau. Eine andauernde Senkung der Sätze kann nur ins Auge gefasst werden, wenn die Inflation bekämpft ist. Die Beibehaltung hoher Sätze sollte - schrittweise - Ergebnisse

zeitigen; dies ist der Fall in Grossbritannien, aber nicht in anderen Ländern wie den Vereinigten Staaten und Frankreich. Man darf sich fragen, ob man sich nicht auf längere Zeit noch an hohe Sätze, die mit den ebenfalls hohen Inflationsraten Hand in Hand gehen, gewöhnen muss.

Herr Richardson bemerkt, dass die von den USA seit Oktober 1979 angewendeten geldpolitischen Methoden von der Tatsache bestimmt wurden, dass sich geldpolitisch mit der alten Methode gelenkter Zinssätze das für nötig befundene hohe Niveau schwer erreichen liess. Durch den Wechsel der Methode - der Akzent liegt seither auf den Mengen und nicht mehr auf den Sätzen - konnten letztere auf ein Niveau steigen, das den Erfordernissen der Inflationsbekämpfung besser entspricht. Hingegen ist es dann schwer, umzukehren und auf ein diskretionäres System zurückzukommen, wenn man beispielsweise die Sätze sinken lassen will. Die starken und häufigen Schwankungen der Zinssätze nach oben und nach unten sind einer erfolgreichen Inflationsbekämpfung sicherlich nicht zuträglich, doch wenn die Inflation hohe Raten erreicht, ist es sehr schwierig, die nominellen Zinssätze mittels eines Systems gelenkter Sätze auf das erforderliche hohe Niveau zu bringen und dort zu halten. Dies ist der Grund für den Wechsel der Methode in den USA.

Herr de la Genière nimmt Stellung zu der Bemerkung von Herrn Pöhl, dass man sich an hohe Inflationsraten in der Welt und infolgedessen an hohe Zinssätze gewöhnen müsste. Er ist der Meinung, dass man sich damit nicht abfinden darf. Wenn sich auch Inflationsraten von weniger als 5% wie in den 60er Jahren vermutlich nicht mehr anstreben lassen, so wird es doch, sobald diese Sätze eine zweistellige Zahl überschreiten, äusserst schwierig, sie in den Griff zu bekommen und zum Sinken zu bringen. Das erste Ziel muss daher unbedingt sein, die Inflationsrate auf weniger als 10% zurückzuführen. Gleichviel, wie die verschiedenen Komponenten des Beschäftigungsproblems beschaffen sein mögen, man wird dieses Problem nicht lösen, solange das Inflationsziel nicht erreicht ist.

Herr Lamfalussy macht die beiden folgenden Bemerkungen:

Erstens stellt er klar, dass er nicht den Eindruck habe erwecken wollen, das Leistungsbilanzdefizit Deutschlands beruhe auf unabänderlichen strukturellen Faktoren. Tatsächlich ist die Reaktion der Bundesbank, wie sie von Herrn Pöhl dargestellt wurde, klug und angemessen, denn die Chancen seien gross, dass mit ein wenig Geduld die aussenwirtschaftliche Lage Deutschlands sich verbessern wird.

Zweitens unterstreicht er nachdrücklich Herrn de Stryckers Bemerkungen über die Notwendigkeit, dass sich die Zentralbanken in Perioden starker Inflation und Unstabilität über die von ihnen angewendeten Methoden der Geldmengensteuerung konzertieren. Trotz aller internationaler Kontakte und Zusammenkünfte sind nämlich die Abweichungen bei diesen Methoden und ihrer Anwendung beträchtlich, und bestimmte Aenderungen mit wichtigen Folgeerscheinungen, wie diejenigen der USA vom Oktober 1979, sind ohne gegenseitige Konsultation eingeführt worden.

Herr de la Genière bemerkt, dass bei den Faktoren, die zur Inflation und zu den Ungleichgewichten der Zahlungsbilanzen beitragen, auch der Umstand zu berücksichtigen ist, dass aus politischen Gründen viele Monate lang bei dem Bemühen um Wiederherstellung der Gleichgewichte fast ausschliesslich die währungspolitischen Massnahmen sehr gefragt waren, während dies für die Massnahmen auf dem Gebiet der öffentlichen Finanzen viel weniger zutraf. Wenn es auch schwierig ist, eine strikte Haushaltspolitik zu verfolgen, so ist dies doch ein wesentlicher Punkt, den die Zentralbankpräsidenten bei ihren Ratschlägen und Empfehlungen nicht vergessen dürfen.

Herr Zolotas erklärt, dass er der Erörterung der Zentralbankpräsidenten, insbesondere den Bemerkungen über die Rolle des Dollars in weltweiter Sicht und die ähnlich gelagerte Rolle, die die D-Mark innerhalb des EWS spielt und besondere Aufmerksamkeit verdient, mit grossem Interesse gefolgt sei.

Der Vorsitzende schliesst die Debatte mit der Feststellung, dass sie sehr ergiebig war und in ihr sowohl die Inflation als auch die Zahlungsbilanzen und die Zinssätze zur Sprache kamen. Er macht die Zentralbankpräsidenten darauf aufmerksam, dass der Ausschuss in der Dezembersitzung die Diskussion von heute über die währungspolitischen Fragen und die Interventionsmethoden im Lichte des Berichts Nr. 17 der "Gruppe Bastiaanse" fortsetzen und vertiefen wird.

III. PRUEFUNG DES BERICHTS DES AUSSCHUSSES DER STELLVERTRETER UEBER
DIE VERLAENGERUNG DES EUROPÄISCHEN WAEHRUNGSSYSTEMS IN SEINER
JETZIGEN FORM UEBER DEN MONAT MAERZ 1981 HINAUS

Der Vorsitzende bittet Herrn Mikkelsen, das Ergebnis der Aussprache bei den Stellvertretern über diesen Bericht vorzutragen.

Herr Mikkelsen erinnert den Ausschuss daran, dass die Stellvertreter im September ein Arbeitsprogramm über bestimmte Fragen im Zusammenhang mit dem EWS vorgelegt haben. Dieses Programm, das die Zentralbankpräsidenten gebilligt hatten, habe zwei Teile umfasst. Der erste Teil habe die Fragen behandelt, die zu lösen seien, damit das EWS in seiner jetzigen Form über den März 1981 hinaus weiterbestehen könne; dann würden nämlich die Swaps, mit denen ECU gegen Gold und Dollar beim EFWZ geschaffen würden, auslaufen. Die Stellvertreter hätten diese Fragen geprüft und das Ergebnis dieser Prüfung in dem Bericht niedergelegt, mit dem die Zentralbankpräsidenten nun befasst seien. Am vergangenen Montag seien die Stellvertreter übereingekommen, Aenderungen an den Anlagen 1 und 2.A des Berichts (in der englischen Fassung) vorzunehmen; diese Aenderungen seien in dem verteilten Korrigendum aufgeführt.

In ihrem Bericht schlugen die Stellvertreter vor,

- dass die Zentralbankpräsidenten heute grundsätzlich vereinbaren würden, den Swapmechanismus in seiner jetzigen Form für einen Zeitraum von zwei Jahren ab März 1981 weiterzuführen; der Präsident des EWG-Finanzministerrats würde anschliessend von dieser Grundsatzvereinbarung durch ein Schreiben des Ausschusses (Entwurf dieses Schreibens in Anlage 1 des Berichts) informiert;
- dass die Zentralbankpräsidenten während der Sitzung vom 9. Dezember 1980, d.h. nach der Tagung des Europäischen Rats vom 1. Dezember in Luxemburg, formell beschliessen würden, den Swapmechanismus für weitere zwei Jahre, d.h. bis zum 13. März 1983, fortzusetzen; dieser Beschluss würde in den Protokollen der Sitzung des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten bzw. des EFWZ-Verwaltungsrats vom 9. Dezember 1980 festgehalten werden; der Entwurf dieser Protokollvermerke sei als Anlage 2.A und 2.B dem Bericht der Stellvertreter beigelegt.

Der zweite Teil des von den Zentralbankpräsidenten gebilligten Arbeitsprogramms der Stellvertreter handle von ausgewählten Fragen im

Zusammenhang mit der institutionellen Phase des EWS. Die Stellvertreter hätten ihre Diskussion über einige der Probleme aufgenommen, die beim Uebergang zur institutionellen Phase als wichtig erachtet seien; es handele sich um die Implikationen der Entwicklung der ECU in ein Reserveaktivum und Saldenausgleichsinstrument und der Modalitäten der Reserveeinbringungen beim Europäischen Währungsfonds. Die Stellvertreter hofften, in einigen Monaten den Zentralbankpräsidenten einen Bericht über diese Fragen vorlegen zu können.

Der Vorsitzende stellt fest, dass der Ausschuss mit dem Bericht und dem Schreiben an den Präsidenten des EWG-Finanzministerrats (Anlage 1 des Berichts) einverstanden ist. Das Schreiben werde noch heute abgesandt. Ferner stellt der Vorsitzende das grundsätzliche Einverständnis des Ausschusses mit dem Text der Protokollvermerke für die Sitzungen am 9. Dezember 1980 (Anlagen 2.A und 2.B des Berichts der Stellvertreter) fest.

IV. ERNEUERUNG DER SWAPABKOMMEN ZWISCHEN DER FEDERAL RESERVE BANK VON NEW YORK UND DEN EWG-ZENTRALBANKEN

Auf Einladung des Vorsitzenden berichtet Herr Mikkelsen über die Diskussion der Stellvertreter zu dieser Frage. Die Stellvertreter seien gestern davon in Kenntnis gesetzt worden, dass die Federal Reserve Bank von New York mit einigen EWG-Zentralbanken Kontakt aufgenommen habe, um jenen einige Aenderungen der bilateralen Swapabkommen vorzuschlagen. Diese Aenderungen, die auf eine Vereinheitlichung aller Swapabkommen mit den EWG-Zentralbanken hinauslaufen könnten, würden folgendes beinhalten:

- die Einseitigkeit der Regeln bezüglich des Wechselkursrisikos, die man zur Zeit in einigen Abkommen finde, würde aufgehoben,
- es werde der Zinssatz angewandt, der in dem Land herrsche, dessen Währung gezogen werde.

Die betroffenen Zentralbanken hätten noch keine Zeit gehabt, die Vorschläge der Federal Reserve zu prüfen; der Ausschuss der Stellvertreter sei folglich übereingekommen, die Frage im Dezember erneut zu behandeln, um die Antworten der EWG-Zentralbanken an die Federal Reserve zu koordinieren. Die Bank von England, deren Swapabkommen am 3. Dezember auslaufe, habe erklärt, sie würde an diesem Datum eine temporäre Verlängerung vereinbaren,

um die Fälligkeit ihres Abkommens mit denen der anderen Zentralbanken, nämlich gegen Ende Dezember, zu harmonisieren.

Der Vorsitzende stellt fest, dass der Ausschuss mit dem von Herrn Mikkelsen im Namen der Stellvertreter vorgeschlagenen Verfahren einverstanden ist.

V. ANALYSE DER MONATLICHEN STATISTIKEN

Diese Statistiken wurden bei der Diskussion von Punkt II der Tagesordnung bereits herangezogen.

VI. WEITERE FRAGEN INNERHALB DER ZUSTAENDIGKEIT DES AUSSCHUSSES

Weitere Fragen stehen nicht an.

VII. ZEIT UND ORT DER NAECHSTEN SITZUNG

Die nächste Sitzung findet am Dienstag, dem 9. Dezember 1980, um 10 Uhr in Basel statt.

* * *

Bevor der Vorsitzende die Sitzung schliesst, macht er den Ausschuss darauf aufmerksam, dass die Gouverneure heute zum letzten Mal Herrn Théron unter sich gehabt hätten. Herr Théron sei mit den Arbeiten des Ausschusses seit dessen Gründung im Jahre 1964 auf das engste verbunden, und er habe an der Ausarbeitung der Grundlagendokumente, die seitdem vom Ausschuss benutzt würden, mitgewirkt. Mehrere Jahre lang, und zwar seit Herbst 1970, sei Herr Théron Vorsitzender der Expertengruppe, der "Théron-Gruppe", gewesen. Wie Lord O'Brien gesagt habe, hätte Herr Théron die zahlreichen Probleme prüfen und lösen müssen, welche die Gouverneure nicht lösen konnten. Der Ausschuss sei Herrn Théron zutiefst zu Dank verpflichtet für dessen Arbeit in dieser Gruppe sowie als Stellvertreter des Gouverneurs der Bank von Frankreich und als Vorsitzender des Ausschusses der Stellvertreter im Jahre 1979, während eines Zeitraums, in dem wichtige Probleme

wie die Ueberprüfung des EWS, die Neuordnung der Wechselkurse und die gemeinsame Politik gegenüber dem Dollar behandelt worden seien.

Im Namen des Ausschusses wünscht der Vorsitzende Herrn Théron für die Zukunft alles Gute, spricht ihm die Anerkennung des Ausschusses für seinen Beitrag zu den Arbeiten des Ausschusses aus und bedauert, ihn aus diesem Kreise scheiden zu sehen.

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

SEPTEMBER UND OKTOBER 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 September und Oktober sowie in den ersten Novembertagen 1980.

I. ENTWICKLUNG DER WECHSELKURSE

Die relativ ruhige Periode, die von Mai bis August an den Devisenmärkten geherrscht hatte, fand im Verlauf der Berichtszeit ein Ende, da sich der US-Dollar gegenüber den meisten an der Konzertation beteiligten Währungen festigte. Lediglich das Pfund Sterling und der Yen, die beide zu Anlagezwecken stark gefragt waren, blieben gegenüber dem Dollar fest.

Die wichtigsten Faktoren dieser Entwicklung waren die Ausweitung des Zinsgefälles zwischen den USA und Europa zugunsten der USA, die Entwicklung der Zahlungsbilanzen infolge des vorangegangenen starken Anstiegs der Erdölpreise und die Auswirkungen des Ausbruchs der Feindseligkeiten zwischen dem Irak und Iran auf die Oelversorgung.

Angesichts dieser Entwicklung kam es zu einigen heftigen Schwankungen bei den Tageskursen und zeitweilig zu einigen erheblichen Interventionen sowohl gegenüber dem Dollar als auch innerhalb des EWS.

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

Nichtsdestotrotz zeigte der US-Dollar Anfang September eine leichte Tendenz zur Schwäche. Die Bekanntgabe eines Rekordanstiegs um 4,7% (nach späterer Berichtigung um 3,7%) beim Index der "leading indicators" für den Monat Juli und anderer volkswirtschaftlicher Indikatoren erhärtete indessen die Auffassung, dass die Rezession bereits ihren Tiefststand erreicht hatte, dass der Kreditbedarf wahrscheinlich wachsen und die Inflation sich auf einem ziemlich hohen Niveau stabilisieren würde und dass die Zinssätze erneut ansteigen dürften. Der Ausbruch der Feindseligkeiten im Vorderen Orient, die Herabsetzung bestimmter Zinssätze in Europa, die neuerliche Ausweitung des Geldvolumens, die zu einer Heraufsetzung des Diskontsatzes der Federal Reserve von 10 auf 11% am 26. September führte, und weitere Erhöhungen anderer US-Zinssätze sowie der unerwartete Anstieg des Bruttosozialprodukts im dritten Quartal im Anschluss an den starken Rückgang im zweiten Quartal trugen alle zur Festigung des Dollars bei, so dass dieser Ende September über DM 1,80 bzw. SF 1,65 notierte.

Ein Rückgang der Geldmengenaggregate gegen Ende September (der erste seit Mitte August) führte zu einem vorübergehenden Stillstand bei der Aufwärtsbewegung der Zinssätze und des Dollars. Der Dollarkurs hielt sich dann bis Mitte Oktober auf einem Niveau um DM 1,80. Danach nahmen die Zinssätze angesichts der neuerlichen Zunahme der Geldmengenaggregate, des Anstiegs des Verbraucherpreis-Indexes für den Monat September um 1% und der starken Ausweitung der Kredite an die Wirtschaft ihren Aufwärtstrend wieder auf: Gegen Ende Oktober lagen die Prime rates bei $14\frac{1}{2}\%$ und der Dreimonatskurs für Euro-Dollar bei über 15%. Am 31. Oktober lag der Dollar bei über DM 1,90; er war somit im Berichtszeitraum gegenüber der D-Mark um rund 6% und gegenüber der ECU um $4\frac{1}{2}\%$ gestiegen. Effektiv betrug der Anstieg indessen nur 2%, was vornehmlich auf der Stärke des Pfund Sterling und des Yen beruhte.

Das Europäische Währungssystem befand sich während dieser Periode erstmals seit Ostern wieder in angespannter Verfassung, da der Dollar gegenüber den am Wechselkursmechanismus beteiligten Währungen stark anstieg. Von rund $1\frac{1}{2}\%$ Anfang September weitete sich der Abstand zwischen den schwächsten und den stärksten Währungen im engeren Verbund gegen Ende Oktober bis zum zulässigen Maximum von $2\frac{1}{4}\%$ aus. Zu diesem Zeitpunkt

waren die schwächsten Währungen, nämlich die D-Mark und der belgische Franken, an ihren bilateralen Interventionspunkten gegenüber dem französischen Franken und dem holländischen Gulden, den zwei stärksten Währungen, angelangt. Die schwache D-Mark und der starke französische Franken wiesen die stärkste Abweichung auf; ihre Abweichungsindikatoren erreichten 70 bzw. 69. Die dänische Krone und das irische Pfund lagen in der zweiten Hälfte der Berichtsperiode generell um 1 bis 2% über der D-Mark; die italienische Lira, der eine Schwankungsbreite von 6% eingeräumt ist, war im allgemeinen um $3\frac{1}{2}$ bis $3\frac{3}{4}$ % von der stärksten Währung entfernt.

Innerhalb des EWS bekam die D-Mark die Auswirkungen der Bewegungen in den Dollar und das Pfund Sterling am stärksten zu spüren. Der Lombardsatz wurde von $9\frac{1}{2}$ % Mitte September auf 9% zurückgenommen; eine weitere Unterstützung erhielt das Bankensystem Mitte Oktober, als die Rediskontkontingente der deutschen Banken um DM 3 Mrd. heraufgesetzt wurden. Diese - bei steigenden US-Zinssätzen ergriffene - Massnahme fiel mit dem ersten deutschen Handelsbilanzdefizit seit 1965 und erneuten Befürchtungen um die Oelversorgung zusammen. Es kam zu sehr umfangreichen DM-Verkäufen, und die D-Mark ging bis auf ihren bilateralen Interventionspunkt gegenüber dem französischen Franken und dem holländischen Gulden zurück.

Der französische Franken, am anderen Ende der Skala, lag zu Beginn der Berichtsperiode deutlich hinter dem holländischen Gulden. Trotz einer gewissen Entspannung blieben die Zinssätze in Paris verhältnismässig hoch, und der Franken erfuhr eine starke Stützung durch Kapitalzuflüsse aus dem Ausland. Mitte Oktober übernahm er wieder vom holländischen Gulden den ersten Platz und lag mit diesem später zusammen auf dem ersten Platz. In der letzten Oktoberwoche befand er sich um genau $2\frac{1}{4}$ % über der D-Mark, weshalb es zu erheblichen Interventionen am Interventionspunkt kam.

Der holländische Gulden war bis Mitte Oktober die stärkste Währung innerhalb des EWS. Dank seiner Festigkeit konnten sowohl der Diskontsatz als auch der Lombardsatz unmittelbar nach der deutschen Herabsetzung des Lombardsatzes Mitte September um $\frac{1}{2}$ Prozentpunkt zurückgenommen werden, und am 20. Oktober konnte der Diskontsatz nochmals um $\frac{1}{2}$ Prozentpunkt auf 8% gesenkt werden. Später stieg der Gulden jedoch an und teilte Ende Oktober den ersten Platz mit dem französischen Franken, wobei er sich um $2\frac{1}{4}$ % über der D-Mark und dem belgischen Franken befand, während sein Abweichungsindikator bei über 60 lag.

Die dänische Krone bewegte sich während der ganzen Berichtsperiode innerhalb des EWS auf einem mittleren Kurs und war von den stärksten und den schwächsten Währungen genau gleich weit entfernt. Angesichts des verminderten Handelsbilanzdefizits, aber steigender Arbeitslosigkeit nahmen die Behörden die Gelegenheit wahr, den Diskontsatz entsprechend dem deutschen Vorbild Mitte September von 13 auf 12% und Mitte Oktober auf 11% herabzusetzen.

Die irische Pfund hielt sich ebenfalls bis ungefähr Mitte Oktober bequem in der Mitte des engeren Kursbands. Danach notierte es leicht schwächer, behielt aber seinen Platz ungefähr in der Mitte des Systems. Sein Disagio gegenüber dem Pfund Sterling erhöhte sich während dieser zwei Monate von 13 auf 19%.

Im September war der belgische Franken abwechselnd mit der D-Mark die schwächste Währung innerhalb der engen Bandbreite, doch blieben beide gut innerhalb der Schwankungsbreite. Nach einer kurzen Erholung traf er sich gegen Ende Oktober wieder mit der D-Mark an der unteren Grenze. Unter diesen Umständen war keine weitere Herabsetzung der Zinssätze der Nationalbank möglich.

Infolge des Sturzes der italienischen Regierung gegen Ende September schwächte sich die Lira vorübergehend auf über 3 3/4% gegenüber der stärksten Währung ab (blieb jedoch gut innerhalb ihrer 6prozentigen Marge); infolge der Verkäufe von US-Dollar, der Heraufsetzung des Diskontsatzes von 15 auf 16 1/2% (während die Prime rates der Banken auf 21% stiegen) und einer Verschärfung der Devisenkontrollen liess indessen der Druck nach.

Das Pfund Sterling war während der ganzen Berichtsperiode sehr fest; ihm kamen die anhaltend hohen Zinssätze in Grossbritannien zugute sowie die Zunahme des Handelsbilanzüberschusses, einige verhältnismässig günstige Entwicklungen bei den Preisen und Löhnen, die Auswirkungen des Konflikts im Vorderen Orient und die Herabsetzung bestimmter europäischer Zinssätze. Im Verlauf der Berichtsperiode überschritt das Pfund Sterling das Niveau von \$ 2,45, DM 4,66, SF 4,16 und FF 10,75, was seit mindestens drei Jahren und im Falle des Dollars seit ungefähr sieben Jahren nicht mehr der Fall gewesen war.

Der Schweizer Franken schwächte sich zwar gegenüber dem US-Dollar und dem Pfund Sterling ab, festigte sich aber gegenüber der D-Mark von SF 0,92 auf SF 0,90 in der Berichtsperiode. Obwohl sich das Handelsbilanzdefizit im August ausweitete, verlangsamte sich der Anstieg der Verbraucherpreise weiter.

Die norwegische Krone wäre mit ihrem ölunduzierten Leistungsbilanzüberschuss und dem starken Gewicht des US-Dollars und des Pfund Sterling im Währungskorb gegenüber den meisten europäischen Währungen noch stärker gestiegen, wenn nicht erhebliche Interventionen stattgefunden hätten.

Die schwedische Krone andererseits musste den ganzen September hindurch regelmässig gestützt werden, doch liess der Druck im letzten Teil des Berichtszeitraums etwas nach.

Der kanadische Dollar schwächte sich in der Berichtsperiode gegenüber dem US-Dollar ebenfalls ab, da die Zinssätze nicht so stark wie in New York stiegen, doch wurde der Rückgang dank eigener Erdölvorkommen sowie der günstigen Entwicklung der Handelsbilanz gemildert.

Der japanische Yen bildete die andere Ausnahme bei der generellen Abschwächung gegenüber dem Dollar. Er stieg während der Berichtsperiode um 5%, da sich die Zahlungsbilanz erheblich verbesserte und Kapital von Gebietsfremden, insbesondere aus dem Vorderen Orient, nach Tokyo floss.

II. INTERVENTIONEN IN US-DOLLAR

Während der Berichtszeit und insbesondere im Oktober kam es zu umfangreichen Interventionen in US-Dollar. Die Bruttoverkäufe in den zwei Monaten stellten sich auf insgesamt \$ 5,7 Mrd. und die Bruttokäufe auf \$5,4 Mrd., womit die Nettoverkäufe \$0,3 Mrd. ausmachten. Die wichtigsten Verkäufer waren die Deutsche Bundesbank und die Federal Reserve Bank selber. Letztere verwandte die DM-Käufe, um bestehende Swapverbindlichkeiten zurückzuzahlen und offene Positionen aus früheren Begebungen von "Carter-bonds und -notes" zu schliessen. Die Bank von Italien, die Schwedische Reichsbank und die Bank von Kanada nahmen ebenfalls Verkäufe von beträchtlichem Umfang vor. Der wichtigste Käufer war die Bank von Japan, doch auch die Bank von Norwegen und die Bank von England tätigten Käufe von erheblichem Umfang.

III. INTERVENTIONEN IN EUROPÄISCHEN WÄHRUNGEN

Im September erreichten die Interventionen in europäischen Währungen nur den Gegenwert von insgesamt \$ 0,2 Mrd. Dabei handelte es sich fast ausschliesslich um intramarginale Käufe von D-Mark durch die Bank von Frankreich und vereinzelt durch die Dänische Nationalbank in der letzten Septemberwoche. Im Oktober jedoch, in dem das EWS unter Druck geriet, beliefen sich die Interventionen auf den Gegenwert von \$1,8 Mrd. und waren somit die umfangreichsten seit September 1979. Die Bank von Frankreich kaufte D-Mark im Gegenwert von \$1 Mrd., wovon 0,8 Mrd. am Interventionspunkt getätigt wurden, und die Bundesbank verkaufte französische Franken im Gegenwert von \$0,6 Mrd. am Interventionspunkt. Ungefähr ein Viertel der an den Interventionspunkten getätigten D-Mark-Käufe wurde sofort in ECU geregelt, während der Saldo durch den EFWZ finanziert wurde. Auch die Niederländische Bank kaufte kleinere Beträge an D-Mark und belgischen Franken, während die Nationalbank von Belgien Gulden und französische Franken abgab, die sofort in ECU geregelt wurden.

* * *

In der ersten Novemberwoche verbesserte sich der US-Dollar gegenüber sämtlichen Währungen einschliesslich des Pfund Sterling und des Yen wiederum beträchtlich. Die US-Zinssätze stiegen weiter an, und der Dreimonatskurs für Euro-Dollar lag erstmals seit Mitte April bei über 17%, während die Prime rates auf 15 $\frac{1}{2}$ % hinaufgingen. Der US-Dollar notierte kurzfristig über DM 1,96 bzw. SF 1,75, wozu auch die Meldung von Mr. Reagans eindrucksvollem Wahlsieg beitrug.

Das EWS stand angesichts der anhaltenden Festigkeit des US-Dollars weiterhin unter Druck, wobei der französische Franken fest um 2 $\frac{1}{4}$ % von der D-Mark und dem belgischen Franken entfernt war. Die italienische Lira verbesserte sich und war knapp über 3% vom französischen Franken entfernt.

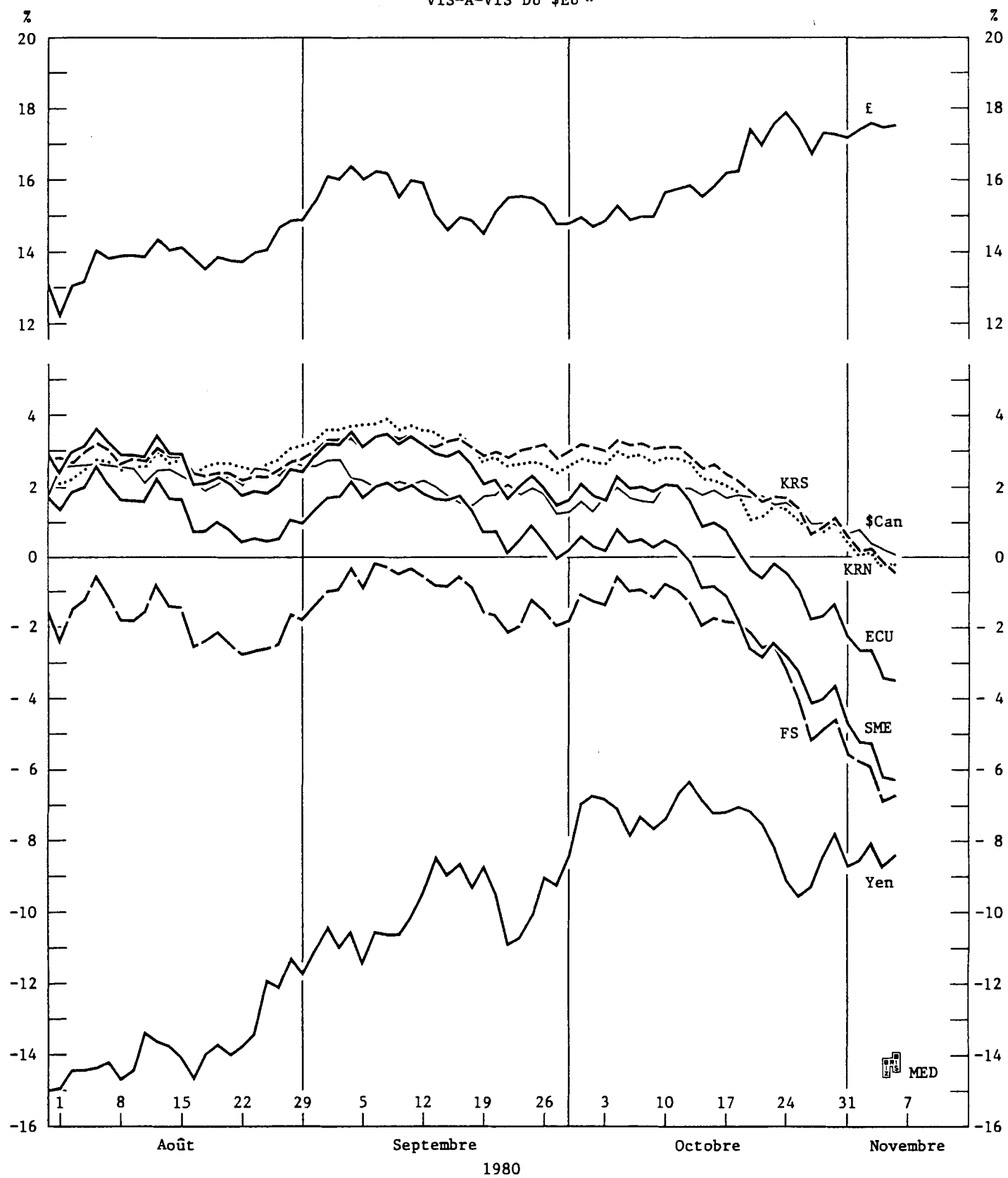
Das Pfund Sterling setzte seinen Anstieg gegenüber den meisten Währungen fort und erreichte neue in jüngster Zeit verzeichnete Höhen gegenüber den wichtigsten europäischen Währungen, bevor es wieder etwas nachgab. Die Aussichten auf weiterhin hohe Zinssätze und der sich abzeichnende Handelsbilanzüberschuss waren die wichtigsten Faktoren.

Die Herabsetzung des japanischen Diskontsatzes von $8\frac{1}{4}$ auf $7\frac{1}{4}$ % hatte geringe Auswirkungen auf den Yen, obwohl sich der Kurs angesichts des Anstiegs des Dollars etwas abschwächte.

Durch Interventionen wurden - hauptsächlich von der Federal Reserve - netto weitere \$ 0,7 Mrd. verkauft.

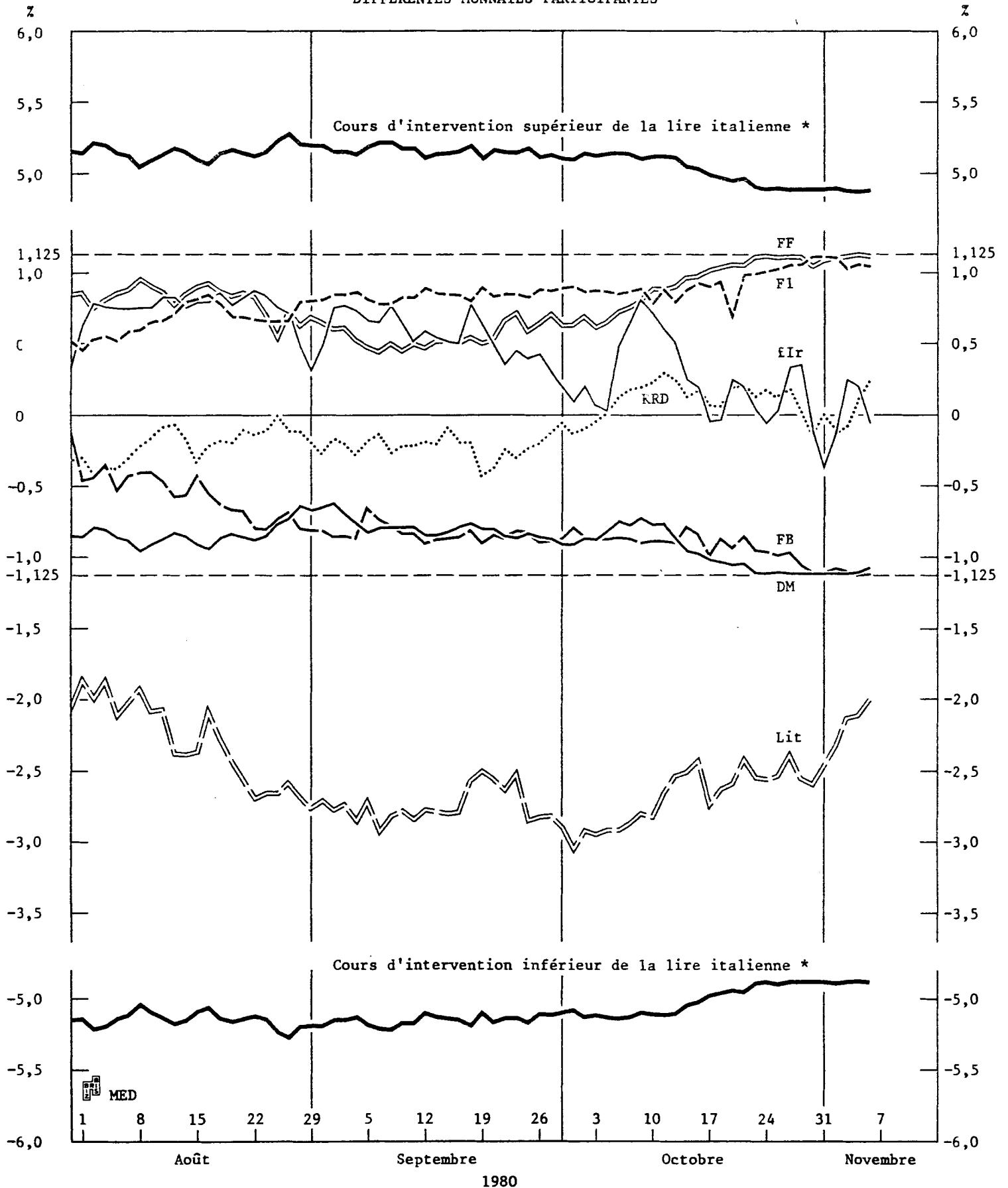
Die Interventionen im EWS stellten sich in den ersten Novembertagen insgesamt auf den Gegenwert von weiteren \$1,25 Mrd. wovon 1,2 Mrd. auf Interventionen an den jeweiligen Interventionspunkten durch die Bundesbank, die Bank von Frankreich und vereinzelt durch die Niederländische Bank entfielen. Beim Saldo handelte sich um Interventionen zur Stützung des belgischen Franken an den Interventionspunkten. Die D-Mark-Käufe wurden durch den EFWZ finanziert, während die Käufe von belgischen Franken sofort in ECU geregelt wurden.

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 *



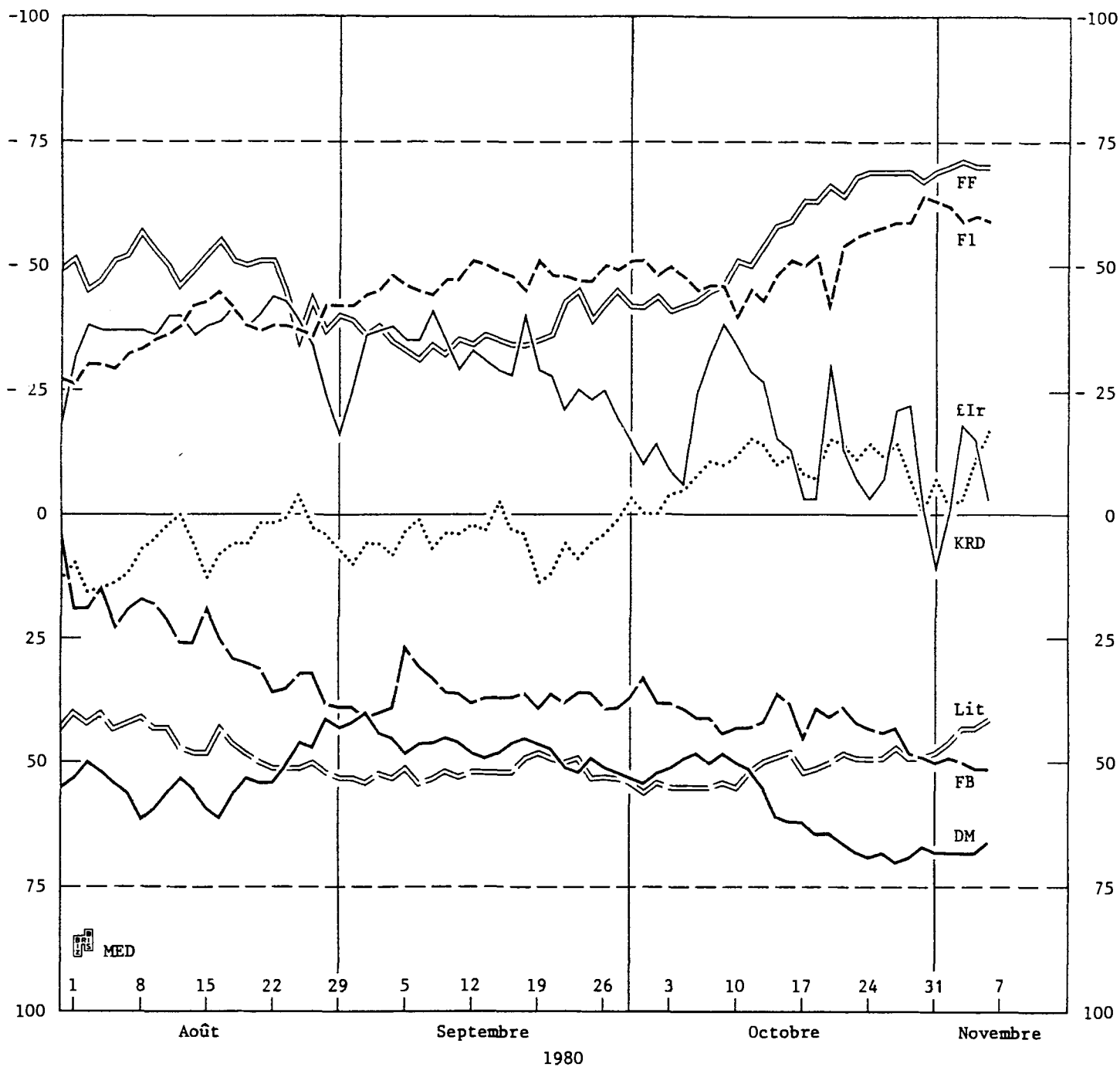
* ECU 1,37773; £ 0,48040; \$Can 1,18652; FS 1,6215; KRS 4,2850; KRN 4,9910; Yen 193,30; cours médian des monnaies participant au SME 1,3806. Le cours médian des monnaies participant au SME représente la moyenne journalière des cours des deux monnaies à marge de fluctuation de 2,25%, exprimés en dollar 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 $\pm 2,25\%$.

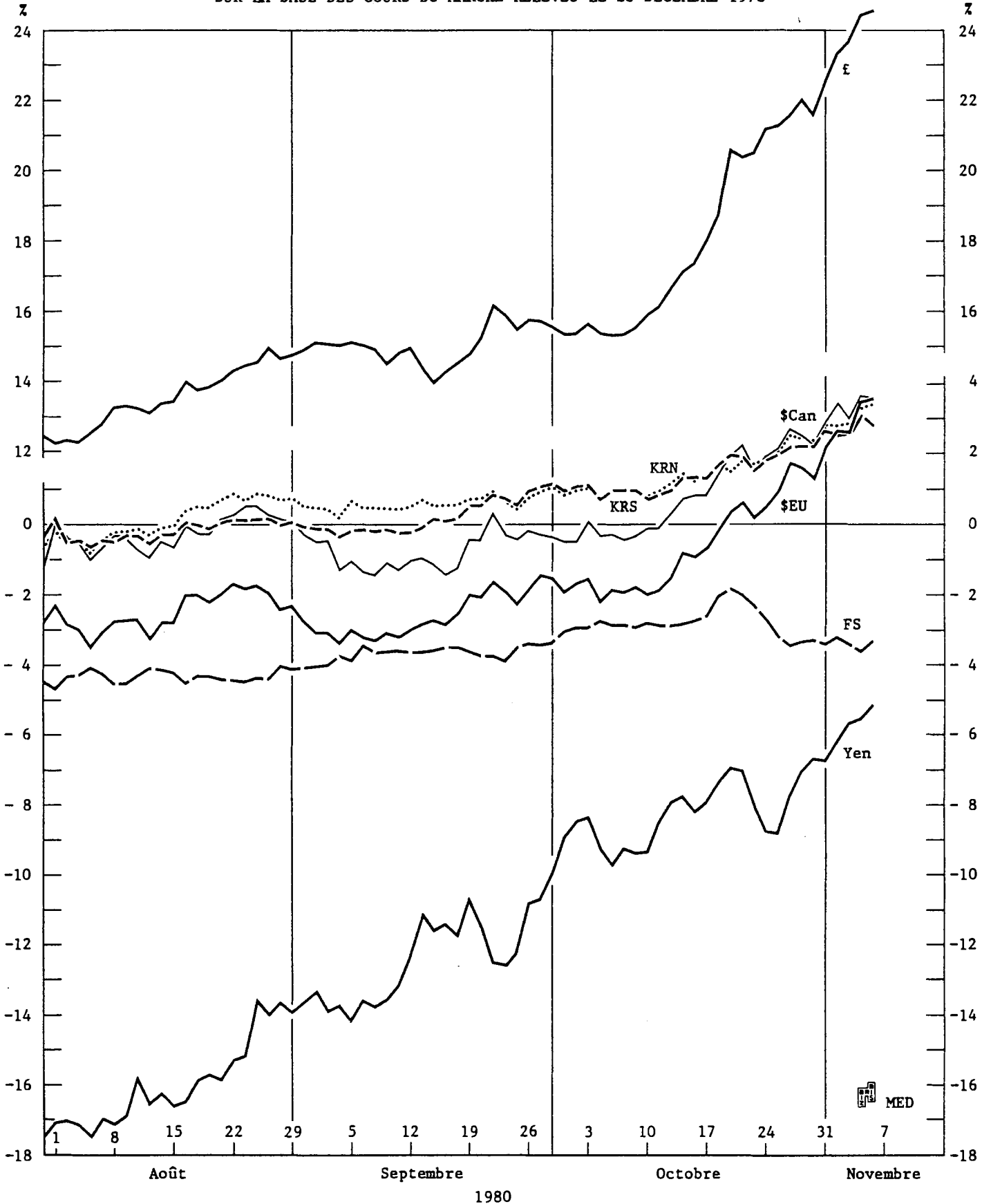
EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE *



* 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.

6 novembre 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.