

1. 1. 1

Vertraulich
Uebersetzung

PROTOKOLL*

DER 192. SITZUNG DES AUSSCHUSSES DER PRAESIDENTEN
DER ZENTRALBANKEN DER MITGLIEDSTAATEN
DER EUROPÄISCHEN WIRTSCHAFTSGEMEINSCHAFT
BASEL, DIENSTAG, 8. JANUAR 1985, 10 UHR

Anwesend sind: der Präsident der Nederlandsche Bank und Ausschussvorsitzende, Herr Duisenberg, begleitet von den Herren Szász, Boot und Brockmeijer; der Gouverneur der Banque Nationale de Belgique, Herr Godeaux, begleitet von den Herren Janson und Rey; der Gouverneur der Danmarks Nationalbank, Herr Hoffmeyer, begleitet von Herrn Mikkelsen; der Vizepräsident der Deutschen Bundesbank, Herr Schlesinger, begleitet von den Herren Rieke und Kloft; der Gouverneur der Bank von Griechenland, Herr Chalikias, begleitet von Herrn Papademos; der Gouverneur der Banque de France, Herr Camdessus, begleitet von den Herren Waitzenegger und Cappanera; der Gouverneur der Central Bank of Ireland, Herr Ó Cofaigh, begleitet von Herrn Reynolds; der Gouverneur der Banca d'Italia, Herr Ciampi, begleitet von den Herren Dini und Masera; der Gouverneur der Bank of England, Herr Leigh-Pemberton, begleitet von den Herren Loehnis und Balfour; der Generaldirektor für Wirtschaft und Finanzen der Kommission der Europäischen Gemeinschaften, Herr Russo, begleitet von Herrn Mingasson; der Sekretär des Währungsausschusses, Herr Kees; der Generaldirektor des Luxemburgischen Währungsinstituts, Herr Jaans. Zugegen sind ferner die Herren Dalgaard und Raymond, Vorsitzende der Expertengruppen. Ebenfalls anwesend sind der Generalsekretär des Ausschusses, Herr Morelli, und sein Beigeordneter, Herr Bascoul, sowie die Herren Scheller und Mortby und die Herren Lamfalussy und Dagassan.

* Endgültige, in der Sitzung vom 12. Februar 1985 gebilligte Fassung, die gegenüber dem Entwurf nur einige Aenderungen redaktioneller Art aufweist.

I. Billigung des Protokolls der 191. Sitzung

Wegen der verspäteten Zusendung des Entwurfs wird die Billigung des Protokolls der 191. Sitzung vom 11. Dezember 1984 auf die nächste Sitzung im Februar verschoben.

II. Gedankenaustausch über das Funktionieren der innergemeinschaftlichen Konzertation und die monetäre Entwicklung in den Ländern der Gemeinschaft:

- Vorlage des Berichts über die Entwicklung an den Devisenmärkten der an der Konzertation beteiligten Länder im Dezember 1984 und während der ersten Tage des Jahres 1985;
- Verabschiedung des Ausschussberichts an die Finanzminister der EG-Länder;
- Monatsstatistiken.

Herr Dalgaard kommentiert kurz den dem Protokoll beigefügten Bericht und stellt einige Ueberlegungen über das Jahr 1984 als Ganzes an. Der Dollar setzte seine Aufwärtsbewegung fort und erreichte entweder absolute Höchststände, so in Ländern wie Frankreich, Italien, Grossbritannien, Norwegen und Schweden, oder das höchste Kursniveau seit zehn Jahren, so in Deutschland, den Niederlanden und der Schweiz. Ueber das ganze Jahr 1984 gesehen verzeichnete der Dollar gegenüber den meisten Währungen der Gemeinschaft Kursgewinne von fast 15% und noch mehr gegenüber dem Pfund Sterling und der Drachme. Dieser Gewinn hat im Durchschnitt dieselbe Grössenordnung wie der von 1983, wobei der Dollar sich seit 1980 gegenüber der D-Mark um über 80% und noch stärker gegenüber den anderen Gemeinschaftswährungen verteuert hat. Die Interventionen in Dollar erreichten 1984 insgesamt 19 Mrd. auf der Käufer- und 26 Mrd. auf der Verkäuferseite und saldierten sich somit zu Nettoabgaben in Höhe von 7 Mrd. Die D-Mark hatte als Interventionswährung mit \$ 4,5 Mrd. auf der Verkäufer- und \$ 11 Mrd. auf der Käuferseite fast dieselbe Bedeutung. Rechnet man zudem die von der Deutschen Bundesbank gegen Dollars gekauften 8 Mrd. dazu, so beliefen sich die Nettokäufe von D-Mark auf \$ 14,5 Mrd. Es wurde keine andere Währung für Interventionszwecke eingesetzt. Die Schweizerische Nationalbank war die einzige an der Konzertation teilnehmende Notenbank, die 1984 überhaupt keine Interventionen vornahm.

Herr Szász erklärt, dass die Stellvertreter keine Bemerkungen zum Konzertationsbericht haben und dessen Annahme empfehlen.

Der Vorsitzende stellt die Annahme des den Finanzministern nach dem üblichen Verfahren zugeleiteten Berichts durch den Ausschuss fest.

III. Prüfung des von der Expertengruppe unter dem Vorsitz von Herrn Raymond ausgearbeiteten Sonderberichts über bereinigte Zinssätze

A. Referat von Herrn Raymond

In früheren Diskussionen über die Halbjahresberichte der Expertengruppe hätten die Zentralbankpräsidenten wiederholt den Wunsch geäußert, Genaueres über den Fragenkomplex "reale Zinssätze" zu erfahren. Die Experten legten dazu eine eher pragmatisch orientierte zusammenfassende Darstellung vor, nicht jedoch eine analytische Studie, die sich auf bis ins einzelne gehende wissenschaftliche und ökonometrische Arbeiten stütze. Sie seien bemüht gewesen, eine Antwort auf die folgenden drei Fragen zu geben, über die sich die Präsidenten offensichtlich Gedanken machten.

1. Um welche Einflüsse sollten die nominalen Zinssätze bereinigt werden?

a) Unter dem Begriff "reale Zinssätze" im engeren Sinne verstehe man im allgemeinen den Unterschied zwischen den Nominalzinssätzen und der Inflationsrate. Da in der Praxis jedes Wirtschaftssubjekt die Inflation anders beurteile, müssten die auf einen bestimmten in der Zukunft liegenden Zeitraum gerichteten Erwartungen zugrunde gelegt werden.

Da keine einigermaßen aussagekräftigen Meinungsumfragen vorlägen, könnten die Erwartungen nur näherungsweise geschätzt werden. Häufig würden dabei aus naheliegenden Gründen, um die Sache einfacher zu machen, die Preissteigerungen der zurückliegenden zwölf Monate zugrunde gelegt, doch sei diese Methode nicht befriedigend, sobald sich die Teuerungsrate ungleichmässig entwickle. Im übrigen sei sie gerade hier in den Sitzungen von einigen Zentralbankpräsidenten kritisiert worden. Die in einem kurzen Zeitraum eingetretenen Preisänderungen auf das Jahr hochzurechnen führe auch nicht unbedingt zur Berücksichtigung der Inflations Tendenzen.

Die Expertengruppe habe es für vertretbar gehalten, die Nominalzinssätze ex post um die in den sechs Monaten vor und in den sechs Monaten nach dem Stichtag registrierten Preissteigerungen zu korrigieren. Auch hier gelte jedoch, dass in jedem Einzelfall eine differenzierte Beurteilung des effektiven Niveaus der realen Zinssätze über eine entsprechende Kommentierung zu erfolgen habe.

b) Theoretisch müssten noch drei weitere Faktoren berücksichtigt werden: die Besteuerung, die Bankprovisionen und die in bestimmten Fällen geltenden staatlichen Sonderregelungen. Die Verhältnisse seien in jedem Land derart kompliziert und von Land zu Land so unterschiedlich, dass sich die Expertengruppe, vor allem angesichts der begrenzten Zeit, ausserstande gesehen habe, zur Berücksichtigung dieser Faktoren ein einfaches Verfahren anzuwenden.

Dennoch bringe es Vorteile mit sich, wenn man es bei der Ausschaltung der Inflationseffekte bewenden lasse, was die Annahme impliziere, dass sich die Besteuerung und die anderen Einflussfaktoren im Betrachtungszeitraum nicht änderten.

2. Haben die inflationsbereinigten Zinssätze einen Aussagewert?

In diesem Punkt sind nicht in allen Ländern die Behörden der gleichen Meinung.

a) Erhebliche Vorbehalte und offensichtlich sogar regelrechtes Misstrauen hinsichtlich der Berücksichtigung realer Zinssätze seitens der Währungsbehörden sind beispielsweise in Deutschland und anscheinend auch in anderen Ländern anzutreffen, in denen die folgenden beiden Voraussetzungen gegeben sind:

- Die Kapitalmärkte unterlägen keinen Beschränkungen, so dass die nominalen und realen Zinssätze das direkte Ergebnis aus Mittelangebot und Mittelnachfrage der Nichtbanken seien, dies vor allem bei den langfristigen Zinsen, auf deren Niveau die Zentralbank nicht unmittelbar Einfluss nehmen könne.
- Die Inflationserwartungen zeigten praktisch gleichbleibende Tendenz, da sich die Teuerungsrate in den letzten Jahren nur wenig verändert habe, so dass sich die Massnahmen der Zentralbank einzig und allein auf die Nominalzinsen konzentrieren könnten.

In diesem Fall hätten die inflationsbereinigten langfristigen Zinssätze die Funktion eines ganz gewöhnlichen Wirtschaftsindikators, sie seien jedoch keine zentrale geldpolitische Variable.

b) Demgegenüber schienen die inflationsbereinigten Zinssätze - selbst im kurzfristigen Bereich - in den Ländern, in denen die Inflation starken Schwankungen ausgesetzt gewesen sei, hohe Werte erreicht und damit jegliche Diskussion über die nominalen Zinssätze ihrer rationalen Grundlage beraubt habe, als gleichberechtigter geldpolitischer Indikator und als Massstab für die Intensität des restriktiven Kurses zu gelten. Die Vorstellung, dass die Sparer eine reale Verzinsung erhalten müssten und dass die Kreditkosten, in inflationsbereinigten Zinsen gerechnet, zu einer Allokation der Mittel auf die volkswirtschaftlich richtigen Investitionen führen, sei etwas, was sich in den letzten Jahren entwickelt habe. Ohne genaugenommen inflationsbereinigte Zinssätze als Zwischenziel vorzugeben, verfolge die Zentralbank in diesem Bereich eine voluntaristische Politik.

3. Wie ist das derzeitige Niveau der realen Zinssätze zu beurteilen?

a) Gegenwärtig würden die realen Zinssätze in den Ländern der Gemeinschaft als ein wenig zu hoch angesehen, doch sei ein baldiger Rückgang offenbar nur wenig wahrscheinlich. Denn ihr Niveau sei zum grossen Teil das Ergebnis folgender fundamentaler Gegebenheiten, an denen sich für längere Zeit nichts ändern dürfte:

- rückläufige Sparquote der privaten Haushalte;
- hohe staatliche Haushaltsdefizite und ein entsprechender Finanzierungsbedarf der öffentlichen Hand;
- Wachsamkeit und Entschlossenheit der Währungsbehörden, den Prozess der Desinflation weiter zu fördern.

b) Bis zu einem gewissen Grade sei das hohe Realzinsniveau auch auf die Dollarstärke und das amerikanische Zinsniveau zurückzuführen. Eine Entspannung in diesen beiden Bereichen könnte sich auch in Europa positiv auswirken.

c) Nach Ansicht der Arbeitsgruppe wäre es, insbesondere unter dem Aspekt der Preis- und Wechselkursentwicklung, unzweckmässig, mit Gewalt eine Senkung der Realzinsen in Europa herbeizuführen.

d) Schliesslich hätten die Experten Hinweise dafür gefunden, dass sich hohe Realzinsen auf die Bautätigkeit und die Lagerbildung nachteiliger auswirkten als auf die übrigen Investitionen. Allerdings schienen die europäischen Unternehmen auf die Realzinsen empfindlicher zu reagieren als die amerikanischen Firmen, da ihre Finanzlage im Durchschnitt nicht so gut sei. Wenn dies zutreffe, so müsse man zugeben, dass hohe reale Zinssätze, wie sie gegenwärtig zu beobachten seien, in gewissem Umfang die Wirtschaftstätigkeit ungünstig beeinflussten.

B. Referat von Herrn Szász

Der Sonderbericht über bereinigte Zinssätze sei Anlass für eine eingehende Diskussion der Stellvertreter gewesen. Dabei seien mehrere Probleme zur Sprache gekommen, mit denen sich die Zentralbankpräsidenten unter Umständen ebenfalls befassen möchten.

1. Im Bericht würden die zwischen den Zentralbanken hinsichtlich der Bedeutung bereinigter Zinssätze bestehenden Meinungsunterschiede hervorgehoben. Diese Differenzen, die zum Teil auf den unterschiedlichen Erfahrungen mit der Inflation und den ungleichen Strukturbedingungen im Geld- und Bankwesen beruhten, seien in der Diskussion der Stellvertreter erneut aufgetaucht. Die Zentralbankpräsidenten könnten prüfen, welche Rolle bereinigte Zinssätze bei der Formulierung der Geldpolitik spielten.

2. Der Bericht enthalte eine Beurteilung des derzeitigen Niveaus der bereinigten Zinssätze. Es werde darauf hingewiesen, dass, selbst wenn niedrigere Realzinsen zur Stützung der Wirtschaftstätigkeit in den EG-Ländern wünschenswert sein könnten, eine Zinssenkung ohne Vernachlässigung der Ziele Geldwert- und Wechselkursstabilität nur dann möglich sei, wenn die binnen- und aussenwirtschaftlichen Ungleichgewichte verringert würden und wenn die Märkte davon überzeugt wären, dass sich die staatlichen Stellen auf Dauer und uneingeschränkt einem Stabilitätskurs verpflichtet fühlten. Die Stellvertreter schlossen sich diesem Standpunkt vorbehaltlos an. Einige Mitglieder hätten auch auf die Auswirkungen des derzeit hohen Niveaus der bereinigten Zinssätze auf die Entwicklungsländer, insbesondere auf die hochverschuldeten Länder aufmerksam gemacht.

3. Schliesslich seien drei im Bericht angesprochene Punkte auf Interesse gestossen, auf die in künftigen Berichten der Expertengruppe eingegangen werden könnte, wobei es sich nicht unbedingt um Sonderberichte handeln müsste:

- Mehrere Stellvertreter hätten darauf verwiesen, dass der internationale Zinszusammenhang, vor allem aber der Einfluss der Zinsentwicklung in Amerika genauer untersucht werden könnte, da er von entscheidender Bedeutung für das Niveau der bereinigten Zinssätze sei. Eine bessere Kenntnis dieser internationalen Zusammenhänge könnte die Beantwortung der Frage erleichtern, wie gross der derzeitige Handlungsspielraum für eine Abkopplung der Zinsentwicklung in Europa von der in Amerika sei.
- Es sei dargelegt worden, dass die Bedeutung der bereinigten Zinssätze als monetäre Indikatoren davon abhängt, ob es den Währungsbehörden möglich sei, die Entwicklung sowohl der kurz- wie der langfristigen Zinssätze zu steuern. Folglich könnte eine Untersuchung der Finanzmärkte der EG-Länder interessante Aspekte hinsichtlich der Bedeutung bereinigter Zinssätze in den Ländern der Gemeinschaft zutage fördern.
- Da die Besteuerung in erheblichem Masse die bereinigten Zinssätze beeinflusse und somit die Geldpolitik beeinträchtige, ohne dass die Währungsbehörden hier tätig werden könnten, fragten sich einige Stellvertreter, ob nicht im Rahmen zusätzlicher Untersuchungen, eventuell seitens der Dienststellen der Kommission, geeignete Methoden zur Ausschaltung der Steuereffekte auf die nominalen Zinssätze entwickelt werden könnten.

C. Diskussion des Ausschusses

Herr Schlesinger dankt der Expertengruppe und ihrem Vorsitzenden für die geleistete Arbeit; es sei eine vollständige Uebersicht über die grossen Fragen gegeben worden, und wenn auf diese keine erschöpfenden Antworten gefolgt seien, dann wohl deshalb, weil es sie im strikten statistischen Sinne nicht gebe. In der Tat sei der Realzins, also das Realeinkommen der Inhaber von Geldforderungen, in einem System freier Märkte das Ergebnis der Marktkräfte; man könne ihn daher nicht regulieren oder

vorherbestimmen. Zwar übten wirtschafts- und geldpolitische Massnahmen einen Einfluss auf die Zinssätze aus, doch könnten sie nicht deren Entwicklung steuern. Die verschiedenen Untersuchungen über die Realzinsen, die Herr Raymond erwähnt habe, bezeugten eine gewisse Faszination für ein Thema, bei dem es nicht viel Neues gebe. Es sei denn auch fraglich, ob neue Untersuchungen - namentlich in bezug auf die Bereinigung steuerlicher Auswirkungen - in der Sache wirklich weiterbrächten. Eine derartige Bereinigung sei schon in jedem Land für sich genommen äusserst schwierig vorzunehmen, und noch schwieriger, wenn man internationale Vergleiche anstellen wolle. Folglich sollte zwar das Thema "Realzinsen" weiter im Arbeitsgebiet der "Raymond-Gruppe" verbleiben, doch versprechen zusätzliche Studien, vor allem wenn sie sich auf steuerliche Aspekte bezögen, wohl nicht sehr viel.

Herr Camdessus stellt zwei Arten von Ueberlegungen in bezug auf bereinigte Zinssätze als Instrument der Geldpolitik und Instrument der Analyse an.

Als Instrument der Geldpolitik könnten die Realzinsen von jenen Ländern unbeachtet gelassen werden, deren Inflation sehr niedrig sei und die keinen grossen politischen Turbulenzen ausgesetzt seien. In den anderen Ländern hingegen, wie etwa Frankreich, sei der Realzins täglicher Inhalt interner Debatten über die Wirtschaftspolitik und den geldpolitischen Kurs; daraus ergebe sich, dass die Fortsetzung der Arbeiten zu diesem Thema in höchstem Masse erwünscht sei. In diesem Zusammenhang sei es für die kurzfristigen Ziele der Geldpolitik von besonderer Bedeutung, den internationalen Transmissionsmechanismus bei Veränderungen der Realzinsen im Rahmen sowohl des EWS als auch des allgemeinen Floatens der Währungen zu kennen. Ein solches Wissen sei ebenfalls wertvoll für die Bemühungen um eine Abkoppelung von den amerikanischen Zinssätzen. Wegen des sehr ungleichen und sehr ungewissen Einflusses der Zentralbanken auf die langfristigen Sätze komme es vor allem darauf an, zu erfahren, was sich an der Schnittstelle zwischen dem Markt für langfristige Gelder und dem für kurzfristige Gelder tue, oder, anders ausgedrückt, die Transmissionen von einem Markt zum anderen zu kennen - Wirkungsweisen, die ständig entstünden (beispielsweise variable Zinssätze, Investmentfonds für Schatzamtstitel etc.), häufig ausserhalb des Einflussbereichs der Währungsbehörden. Dieser Punkt wäre ebenfalls wert, von den Experten erörtert zu werden.

Was die Realzinsen als Analyseinstrument anbelange, so mache der Bericht zwei Dinge deutlich: die derzeitige Phase historisch hoher Realzinsen und die Vermögensumverteilung zu Lasten der Schuldner und zugunsten der Gläubiger, die typisch für eine solche Phase sei. Die Gründe für das hohe Zinsniveau seien nur wenig bekannt, namentlich der jeweilige Einfluss der zwei vermutlich wichtigsten Faktoren: der Unzulänglichkeit der Haushaltspolitik und der technischen Innovationen, die tendenziell die Renditen erhöhten. Die zu diesem Thema von der OECD durchgeführten Arbeiten sollten aufmerksam verfolgt werden. Der Ressourcentransfer von den Schuldnern zu den Gläubigern werde beispielsweise in Frankreich begrüsst, wo er eine gewisse Normalisierung des Sparverhaltens der privaten Haushalte nach langen Jahren der "Ausplünderung" der Sparer zum Vorteil der Schuldner bewirken könnte. Zudem begünstigten positive Realzinsen mit Sicherheit eine bessere Verteilung der Ressourcen. Diese internen Überlegungen dürften folglich nicht zu einer übereilten Senkung der Realzinsen führen. Das hohe Niveau dieser Sätze stelle allerdings ein unlösbares Problem auf internationaler Ebene dar. In der Tat berge der in Gang gekommene Ressourcentransfer von den verschuldeten Ländern hin zu den reichen Ländern die Gefahr in sich, dass erstere auf Dauer insolvent blieben, vor allem, wenn man sowohl die Szenarien des IWF zur Bewältigung der Schuldenkrise als auch die Befürchtungen in Betracht ziehe, dass sich insbesondere in den USA die Zinssätze stabilisieren oder sogar erneut ansteigen könnten.

Herr Lamfalussy schliesst sich den Glückwünschen an die Expertengruppe an, deren Arbeiten stets von hoher Qualität seien; er teile im übrigen die von Herrn Schlesinger geäusserten Zweifel hinsichtlich der Zweckmässigkeit einer Verfeinerung der verschiedenen Zinsbereinigungsverfahren. Wenn man davon ausgehe, dass die Realzinsen relativ hoch seien und Probleme aufwürfen, so wäre es am sinnvollsten, Untersuchungen über den internationalen Zinszusammenhang anzustellen. Die starke Integration des internationalen Finanzsystems insbesondere über die Banken erlaube es nicht mehr, über das Zinsniveau im Rahmen der einzelnen Volkswirtschaften nachzudenken. Innerhalb der BIZ seien über diese Zusammenhänge einige Studien angestellt worden, die demnächst veröffentlicht würden; sie liessen vor allem eine Verbindung zwischen den langfristigen Zinssätzen erkennen. Die Expertengruppe könnte untersuchen, in welchem Ausmass das

hohe Realzinsniveau auf das Mischungsverhältnis zwischen Geld- und Haushaltspolitik in den Industrieländern zurückzuführen sei. Hier würde sich dann sofort das Problem USA stellen, wobei interessant sei, festzustellen, ohne dabei dem Ergebnis der Untersuchung vorgreifen zu wollen, dass in diesem Land die langfristigen Zinsen trotz des seit einigen Monaten zu beobachtenden starken Rückgangs der kurzfristigen Sätze nur wenig nachgegeben hätten. Dieser Vorgang deute darauf hin, dass die Geldpolitik in den USA im Rahmen der Bemühungen um eine Senkung der langfristigen Zinssätze relativ wirkungslos geblieben sei, während sie - insbesondere seit ihrer Aenderung im Zusammenhang mit der konjunkturellen Entwicklung - in starkem Masse für den Rückgang der kurzfristigen Zinsen verantwortlich sei. Dies lasse den Schluss zu, dass ohne Einwirkungen auf das US-Budget ein Rückgang der langfristigen Zinsen in den USA und auch in den anderen Ländern wenig wahrscheinlich sei. Die Expertengruppe könnte wertvolle Untersuchungen zu diesem Problemkreis anstellen.

Herr Hoffmeyer stellt sich hinter die Ausführungen von Herrn Camdessus; der Bericht sei ausgezeichnet und befasse sich mit einem Thema, das für ein Land wie Dänemark, das nicht über die politische und wirtschaftliche Stabilität einiger seiner Nachbarn verfüge, von Bedeutung sei. Die bereinigten Zinssätze stellten kein wirtschaftspolitisches Instrument dar, spielten aber eine grosse Rolle in der Geldpolitik, die u.a. das - im übrigen erreichte - Ziel verfolge, positive Realzinsen zu erhalten. Dem steuerlichen Aspekt käme sowohl interne als auch internationale Bedeutung zu. In Dänemark seien die Lohn- und Gehaltsempfänger besser geschützt worden als die Unternehmen, und wenn für die Unternehmen eine Beurteilung der steuerlichen Auswirkungen schwierig anzustellen sei, so sei sie für die Privaten leichter, beispielsweise beim Grundbesitz. Schliesslich könne man sich fragen, ob die seit einigen Jahren in mehreren Ländern zu beobachtende gleichlaufende Entwicklung nicht eher auf die Wirkungen derselben Ursachen denn auf internationale Zusammenhänge zurückzuführen sei.

Herr Raymond ist der Auffassung, dass die Diskussion im Ausschuss weniger Sachfragen aufgeworfen als vielmehr Anregungen für spätere Arbeiten der Gruppe gegeben habe. Wenn die Zentralbankpräsidenten einverstanden seien, dann könnte die Gruppe einen Sonderbericht erstellen, der sich generell mit den Marktmechanismen befasse. Genauer gesagt: Die

Untersuchung könnte aus einer Analyse der jüngsten Entwicklung der inländischen Kapitalmärkte in den einzelnen Ländern der Gemeinschaft, bestehen, einer Entwicklung, die vor allem durch veränderte Voraussetzungen für die Transmission zwischen den kurzfristigen und den langfristigen Zinsen geprägt worden sei. Es könnten einige Erkenntnisse beigetragen werden hinsichtlich der Befähigung der Währungsbehörden, die langfristigen Zinssätze zu modifizieren oder nicht, sowie in bezug auf die Verbindungen zwischen den nationalen Kapitalmärkten und dem internationalen Markt sowie die Zusammenhänge zwischen inländischen Zinssätzen und Wechselkursen. Der Bericht könnte darum bemüht sein, zu einigen, insbesondere die Geldpolitik angehenden Schlussfolgerungen in bezug auf wichtige Fragen zu gelangen, so etwa, ob es möglich sei, gezielt auf die Zinssätze trotz gleichzeitig vorhandener qualitativer Zielvorgaben und der durch das Europäische Währungssystem vorgegebenen Zwänge einwirken zu können. Hingegen würde es sich um eine andere Art von Bericht handeln, wenn man eine Analyse der amerikanischen Zinssätze oder Ueberlegungen zur zyklischen Entwicklung der Realzinsen oder über deren Einfluss auf die Wirtschaftskonjunktur darin aufnähme. Hinsichtlich dieser Fragen seien die weiteren Arbeiten der OECD und des IWF von Interesse.

Herr Lamfalussy betont, dass er nicht anrege, eine Untersuchung über die Entwicklung und die Gründe der Entwicklung der Zinssätze in den USA anzustellen. Es wäre jedoch nützlich, verschiedene Hypothesen in bezug auf die Entwicklung der amerikanischen kurz- wie langfristigen Zinssätze heranzuziehen und herauszufinden, inwieweit die Europäer als Gruppe einen Freiraum behielten.

Der Vorsitzende stellt fest, dass die Zentralbankpräsidenten sich in bezug auf zwei grosse Fragenkomplexe einig sind: den internationalen Zinszusammenhang und die Kapitalmärkte unter dem Blickwinkel der kurz- und der langfristigen Zinsen. Es bestehe Einvernehmen darüber, die "Raymond-Gruppe" aufzufordern, diese beiden Fragen in ihren zukünftigen Berichten zu prüfen, ohne dass es sich hierbei zwangsläufig um Sonderberichte handeln müsse. Das Problem des Einflusses der verschiedenen Steuersysteme stosse sowohl auf grosses Interesse wie auch auf starke Zweifel hinsichtlich möglicher Ergebnisse. In Anbetracht der in der OECD laufenden Arbeiten erscheine es zweckmässig, die Erkenntnisse dieser Arbeiten abzuwarten und für den Augenblick die Dienststellen der Kommission nicht um Sonderstudien zu ersuchen.

Herr Raymond erklärt, dass die Expertengruppe für den Fall, dass sie nach dem Wunsch des Ausschusses eine eingehende Sonderstudie über die Kapitalmärkte anfertige, eine zusätzliche Sitzung neben ihren normalen Sitzungen für die Halbjahresberichte benötigen würde.

Herr Dini fragt sich, ob die in Aussicht genommenen Studien sehr dringend seien und ob das den Experten erteilte Mandat nicht zu umfangreich sei. Es könnten sogar noch weitere Fragen hinzugefügt werden, so der Zusammenhang zwischen negativen Realzinsen und der Inflation, der Einfluss dieser negativen Sätze in den siebziger Jahren auf die Inflation und die internationale Liquiditätsschöpfung. Es gebe derart viel Themen, dass man entweder eine Prioritätenliste erstellen oder das Feld der Studien begrenzen müsse. Gleichwohl stehe es fest, dass die Realzinsen in Italien wie auch beispielsweise in Dänemark einen Indikator der Geldpolitik darstellten; sie seien nunmehr positiv und würden aufmerksam beobachtet.

Der Vorsitzende zögert mit der Entscheidung, Sonderstudien zu verlangen und eine Prioritätenliste festzulegen; er regt an, die Expertengruppe solle sich im Verlaufe ihrer normalen Arbeit mit den Fragen befassen, die den Zentralbankpräsidenten am dringlichsten erschienen, also mit der Frage des internationalen Zinszusammenhangs ebenso wie mit dem Vermögen der Währungsbehörden, die Zinssätze sowohl am langen wie auch am kurzfristigen Ende zu steuern. Unter diesem Blickwinkel würden die Kapitalmärkte untersucht werden.

Herr Schlesinger stimmt der Synthese des Vorsitzenden zu. Studien vor allem über die Finanzmärkte gebe es viele in den internationalen Organisationen, beispielsweise in der OECD, und die Zentralbankpräsidenten seien im wesentlichen an den Schlussfolgerungen interessiert, die man für die Geldpolitik daraus ziehen könne. In einem Land, wo ein monetäres Aggregat Indikator der Geldpolitik sei, könnten die Realzinsen diese Rolle nicht übernehmen. Dies gelte für Deutschland, wo die Realzinsen immer positiv gewesen seien und zwischen 3 und 4% betragen hätten, was freilich nicht verhindert habe, dass zuweilen geldpolitische Irrtümer unterlaufen seien.

Auch Herr Camdessus stimmt dem Fazit des Vorsitzenden zu; freilich ist er der Meinung, dass die Expertengruppe angesichts der Bedeutung der zu untersuchenden Probleme ermächtigt werden sollte, eine Sondersitzung abzuhalten.

Der Vorsitzende stellt fest, dass keine Einwände gegen diesen Vorschlag bestehen, und er dankt Herrn Raymond und seiner Gruppe für den wertvollen Beitrag, den sie zur Diskussion der Zentralbankpräsidenten geleistet haben.

IV. Gedankenaustausch über das Arbeitsprogramm des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten für 1985

Herr Szász erklärt, die Stellvertreter hätten den Plan eines Arbeitsprogramms des Ausschusses für 1985 erörtert, von dem den Zentralbankpräsidenten je ein Exemplar übergeben worden sei (s. Anlage II). Was den Punkt 6 "Erörterung internationaler Währungsfragen" dieses Plans betreffe, so hätten mehrere Stellvertreter den Wunsch geäußert, der Ausschuss der Zentralbankpräsidenten sollte in formloser Weise und im Rahmen seiner Zuständigkeiten einen Gedankenaustausch über Fragen betreffend die Verbesserung des internationalen Währungssystems pflegen, und zwar vor der für Juni oder Juli 1985 vorgesehenen Tagung der Zehnergruppe. Ferner könnte der Ausschuss der Zentralbankpräsidenten unter diesem Punkt wie üblich die internationalen Tagungen und die des IWF im September vorbereiten.

Was den Ausbau des EWS (Punkt 2a des Arbeitsprogramms) angeht, weist der Vorsitzende darauf hin, dass er im Laufe der nächsten Wochen mit einigen Zentralbankpräsidenten Kontakt aufzunehmen gedenke, um zu versuchen, einen für alle annehmbaren, ausgewogenen Massnahmenkatalog zu finden. Der Ausschuss könne sich noch nicht ab Februar erneut mit diesem Thema befassen, doch sei in der Märzsitzung die letzte Gelegenheit, denn es läge im Interesse der Zentralbankpräsidenten, sich vor der informellen Sitzung der Finanzminister und der Zentralbankpräsidenten am 13./14. April 1985 in Palermo einig zu werden.

Herr Camdessus stimmt der Auffassung des Vorsitzenden voll zu, dass die nächste Diskussion über den Ausbau des EWS unbedingt erfolgreich abgeschlossen werden müsse. In diesem Sinne, auch um über genügend Zeit vor dem erneuten Eingehen auf diesen Gegenstand zu haben, wäre es vielleicht angezeigt, die Tagesordnungspunkte 2a und 3 des Arbeitsprogramms gegenseitig auszutauschen, so dass die Dollarentwicklung und ihre Auswirkungen auf das EWS im Februar und das EWS selbst im März behandelt würden.

Auf Fragen des Vorsitzenden bezüglich der Möglichkeiten für eine Vorbereitung der den Dollar betreffenden Diskussion bis Februar erklärt sich Herr Lamfalussy bereit, an einer solchen Diskussion sowohl im Ausschuss der Stellvertreter als auch im Ausschuss der Zentralbankpräsidenten teilzunehmen, doch werde er wegen einer Auslandsreise nicht die Zeit haben, ein Schriftstück vorzubereiten, was im übrigen wohl auch nicht notwendig sein werde.

Herr Szász sieht einige praktische Schwierigkeiten, da sich die Stellvertreter nicht vor der Februarsitzung treffen werden. Gleichwohl könnten die Stellvertreter in ihrer Sitzung von Montag, dem 11. Februar, anhand namentlich des Berichts der Konzertationsgruppe einige Ueberlegungen vorbereiten.

Der Vorsitzende ist der Auffassung, dass die Stellvertreter sich in der Tat im Februar besonders mit der Dollarentwicklung und deren Auswirkungen auf das EWS befassen könnten, wobei sie den Expertenbericht und die Ueberlegungen von Herrn Lamfalussy mit in ihren Erwägungen berücksichtigen könnten. Einige Ideen könnten dann bereits ab Dienstag, dem 12. Februar, den Zentralbankpräsidenten vorgelegt und im Hinblick auf die Debatte über den Ausbau des EWS, die spätestens im März stattfinden müsste, erörtert werden.

V. Weitere Fragen innerhalb der Zuständigkeit des Ausschusses:

- Initiative des Ad-hoc-Ausschusses für institutionelle Fragen ("Dooge-Ausschuss")

Der Vorsitzende ruft in Erinnerung, dass die Zentralbankpräsidenten im Dezember 1984 das offizielle Ersuchen des Dooge-Ausschusses um Anhörung des Vorsitzenden des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten erörtert haben. Diese Initiative sei von den Kollegen der Central Bank of Ireland erörtert worden, und Herr Szász könnte den Ausschuss über die Ergebnisse dieser Kontakte informieren.

Herr Szász erklärt, dass die Herren Breen und Reynolds den Sekretär des Dooge-Ausschusses getroffen hätten; Senator Dooge sei entschlossen, seinem Ausschuss zu empfehlen, den Gedanken einer Einladung des Vorsitzenden des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten zu einer

seiner Sitzungen aufzugeben. Der Vorsitzende des Währungsausschusses werde also der einzige sein, der vom Dooge-Ausschuss vor Ende März, dem Zeitpunkt der Beendigung der Arbeit dieses Ausschusses, angehört werde.

Herr Kees erklärt, dass sich bei der Vorbereitung des Treffens mit dem Dooge-Ausschuss zusammen mit dem Vorsitzenden des Währungsausschusses drei wesentliche Punkte ergeben hätten:

- Der Währungsausschuss ist dem Dooge-Ausschuss nicht untergeordnet und werde keinen Fragebogen akzeptieren.
- Der Vorsitzende des Währungsausschusses, Herr Tietmeyer, ist der Auffassung, dass dieses Treffen mit dem Dooge-Ausschuss in hervorragender Weise Gelegenheit bietet, die Fakten zurechtzurücken und zu verhindern, dass der Europäische Rat im monetären Bereich auf abwegige Gedanken kommt und Hoffnungen und Erwartungen in einem Bereich entstehen, der im Vergleich zu anderen gut funktioniert.
- Der Auftrag des Dooge-Ausschusses besteht darin, die Institutionen und Verfahren der Gemeinschaft operationeller zu gestalten. Im monetären Bereich besteht eine zweifache Zuständigkeit: die des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten und die des Währungsausschusses; es ist daher normal, dass letztere sich zu monetären Themen äussern und eventuell übereifriges Vorgehen dämpfen. Der Währungsausschuss hat die Absicht, den Ausschuss der Zentralbankpräsidenten über das Treffen mit der von Herrn Dooge geleiteten Gruppe zu informieren, wobei die beiden Ausschüsse später konzertiert reagieren könnten.

Der Vorsitzende nimmt die Auskünfte von Herrn Kees zur Kenntnis; gegenwärtig sei es wenig wahrscheinlich, dass der Dooge-Ausschuss darum ersucht, den Vorsitzenden des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten anzuhören.

VI. Zeit und Ort der nächsten Sitzung

Der Vorsitzende verweist darauf, dass die nächste Ausschusssitzung am Dienstag, dem 12. Februar 1985, um 10 Uhr in Basel stattfindet. Er gibt anschliessend die nachstehenden Hinweise zur Aprilsitzung. Die

Zentralbankpräsidenten nehmen am Samstag und Sonntag, dem 13./14. April 1985, in Palermo an einer informellen Sitzung gemeinsam mit den Finanzministern der Länder der Gemeinschaft teil. Ein Sonderflugzeug, entweder das des niederländischen Ministers oder ein von der BIZ organisiertes Flugzeug, wird am Sonntagnachmittag von Palermo nach Basel fliegen. Da die meisten Zentralbankpräsidenten am Mittwochmorgen, 17. April, zwecks Teilnahme an der Sitzung der Zehnergruppe in Washington sein und deshalb Basel am Dienstagmorgen, 16. April, verlassen müssen, schlage er vor, dass der Ausschuss am Montag, dem 15. April, um 11 Uhr zusammentrete. Eine etwas kürzere Sitzung als sonst dürfte genügen, da sich die Zentralbankpräsidenten während des gesamten Wochenendes gesehen hätten. Dieser Vorschlag, den sich die Zentralbankpräsidenten überlegen sollten, werde zu einem späteren Zeitpunkt bestätigt.

Ausschuss der Präsidenten
der Zentralbanken der Mitgliedstaaten
der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft

Anlage I
8. Januar 1985
Vertraulich
Uebersetzung

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

DEZEMBER 1984

Der vorliegende Bericht gibt einen Ueberblick über die Entwicklung auf den Devisenmärkten der Länder der an der Konzertation beteiligten Zentralbanken* und über deren Interventionen im Dezember 1984 und in den ersten Januartagen 1985.

I. ENTWICKLUNG DER WECHSELKURSE

Im Dezember zeigten sich auf den Devisenmärkten folgende Haupttendenzen:

- eine weitere Befestigung des US-Dollars vor allem in der zweiten Dezemberhälfte;
- eine weiterhin spannungsfreie Kursentwicklung im EWS;
- eine Abschwächung des Pfund Sterling.

Der US-Dollar befestigte sich bei geringen Umsätzen um 1 bis 2% und schloss gegenüber den meisten Währungen auf bzw. knapp unter den Jahreshöchstständen. Zurückzuführen war diese Entwicklung darauf, dass immer mehr Marktteilnehmer zu der Ansicht gelangten, dass ein wieder rascheres Wirtschaftswachstum, wachsende Ungewissheit über die Auswirkungen dieses Faktors auf die Zinssätze und eine massvolle Inflationsrate in den USA in den ersten Wochen des neuen Jahres für einen starken Dollar sorgen würden. Die Senkung des Diskontsatzes um 1/2 Prozentpunkt durch das

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

Federal Reserve System auf 8% per 24. Dezember 1984 war von den Devisenmärkten bereits weitgehend vorweggenommen worden und beeinflusste die Wechselkurse nur geringfügig.

Im EWS hat sich die Ausdehnung des engen Bandes etwas vergrößert, war jedoch nach wie vor deutlich von der maximal zulässigen Schwankungsbreite entfernt. Im unteren Teil des Kursbandes konnte der belgische Franc seine Position weiter verbessern und zum holländischen Gulden, zur D-Mark und zum französischen Franc aufschliessen, deren Positionen weiterhin nahe beieinander lagen.

Die D-Mark verzeichnete sowohl gegenüber dem US-Dollar als auch gegenüber den meisten EWS-Währungen weitere Kursrückgänge. Die Abschwächung gegenüber dem US-Dollar gegen Ende des Jahres beruhte im wesentlichen auf optimistischeren Konjunkturerwartungen in den USA und daran geknüpfte Erwartungen bezüglich der Dollarzinsen. Die gegen D-Mark besonders ausgeprägte Dollarfestigkeit bewirkte im EWS, dass sich die D-Mark trotz Dollarverkäufe der Deutschen Bundesbank und intramarginaler DM-Käufe von EWS-Partnerzentralbanken weiter abschwächte.

Der französische Franc behauptete seine Position im EWS-Kursband. Devisenkäufe bzw. -verkäufe französischer Kunden hielten sich fast den gesamten Monat hindurch die Waage, während Gebietsfremde gegenüber dem französischen Franc nach wie vor positiv eingestellt waren. Gegen Ende des Monats zeigte sich eine besonders lebhaft Nachfrage nach der französischen Währung sowohl von seiten Gebietsansässiger im Zusammenhang mit kommerziellen Transaktionen als auch von seiten Gebietsfremder.

Der belgische Franc setzte seinen Kursanstieg fort. Erstmals seit August 1983 nahm er in der zweiten Dezemberhälfte nicht mehr die unterste Position im EWS-Band ein.

Der holländische Gulden gab im EWS weiter nach und fiel im Laufe des Monats auf den letzten Rang zurück. Ursache dieser Entwicklung ist vor allem das beträchtliche Zinsgefälle zwischen dem holländischen Gulden und den meisten anderen EWS-Währungen, das unter den gegenwärtigen Umständen stärker wiegt als der hohe holländische Zahlungsbilanzüberschuss und die relativ niedrige Inflationsrate.

Die dänische Krone blieb die stärkste Währung im engen EWS-Band. Dies beruhte auf weiteren privaten Kapitalimporten, die allerdings geringer als im vorangegangenen Monat ausfielen.

Das irische Pfund tendierte im Dezember im engen Kursband weiterhin fest. Die Central Bank of Ireland erhöhte am 3. Dezember ihren Zins für kurzfristige Kredite von 13 1/2 auf 14%.

Die italienische Lira konnte ihre Spitzenposition im EWS-Band fast durchweg behaupten und schwankte gegenüber den anderen europäischen Währungen nur geringfügig. Die Banca d'Italia intervenierte vor allem in der ersten Dezemberhälfte, wobei sie hauptsächlich D-Mark und in geringerem Umfang Dollar erwarb.

Das Pfund Sterling geriet aufgrund des Nachgebens der Oelpreise und der sich daraus entwickelnden Unsicherheit, ob die OPEC ihr Preisgefüge aufrechterhalten könnte, unter Druck. Gegen Ende des Monats kam es bei ruhigem Geschäft zu einigen umfangreichen kommerziellen Abgaben, so dass das Pfund Sterling sowohl gegenüber dem US-Dollar als auch auf der Basis seines gewogenen Aussenwerts (- 2 1/2% auf 73,0) neue Tiefstände hinnehmen musste.

Die griechische Drachme verbilligte sich gegenüber dem US-Dollar um 1,5%, gewann jedoch gegenüber der ECU 0,3% an Wert. Auf der Basis ihres gewogenen Aussenwerts verlor die Drachme 0,3%.

Am letzten Tag des Jahres 1984 sank der Schweizer Franken gegenüber dem US-Dollar auf den niedrigsten Stand seit Februar 1976; gegenüber den EWS-Währungen blieb er jedoch im Dezember stabil.

Gemessen an ihrem gewogenen Aussenwert ergaben sich bei der norwegischen Krone nur wenig Aenderungen; die Abschwächung gegenüber dem US-Dollar, der am Ende des Monats einen neuen absoluten Höchststand erreichte, wurde durch eine Befestigung gegenüber dem Pfund Sterling ausgeglichen.

Vor allem die Dollarstärke war dafür verantwortlich, dass die schwedische Krone gemessen am gewogenen Aussenwert leichter tendierte. Ihr Währungsindex stieg von 130,4 auf 131,4.

Der kanadische Dollar zeigte sich im Dezember gegenüber dem US-Dollar insgesamt nur wenig verändert, konnte sich jedoch gegenüber den anderen wichtigen Währungen weiter befestigen. Unter dem Einfluss umfangreicher Devisenverkäufe durch Exporteure verteuerte er sich in der ersten Dezemberhälfte, schwächte sich jedoch anschliessend als Folge von US-Dollar-Käufen ab, die in Zusammenhang mit dem Erwerb eines Unternehmens im Energiesektor durch einen kanadischen Käufer standen. Zugute kamen dem

kanadischen Dollar der nach wie vor bestehende Zinsvorsprung und eine recht positive Grundstimmung.

Der japanische Yen verbilligte sich im Dezember gegenüber dem US-Dollar um 1,7% und verzeichnete am Jahresende den niedrigsten Stand seit November 1982. Zurückzuführen war diese Entwicklung auf die weitere Zunahme des Erwerbs ausländischer Wertpapiere durch Gebietsansässige aufgrund beträchtlicher Unterschiede bei den langfristigen Zinssätzen sowie auf Erwartungen eines weiteren Anstiegs der Notierungen für US-Dollar-Anleihen. Ein weiterer Belastungsfaktor waren umfangreiche Gewinnmitnahmen ausländischer Anleger an der Tokioter Aktienbörse.

II. INTERVENTIONEN

A. Interventionen in US-Dollar

Im Dezember beliefen sich die Dollarverkäufe der Zentralbanken netto auf US-\$ 0,4 Mrd., verglichen mit Nettokäufen von US-Dollar in Höhe von 0,4 Mrd. im November. Der Nettowert von Dezember ergab sich aus Bruttoverkäufen von US-\$ 1,3 Mrd. und Bruttokäufen von US-\$ 0,9 Mrd. Der wichtigste Dollarverkäufer war die Deutsche Bundesbank. Auf der Käuferseite traten vor allem die Bank of England und die Norges Bank in Erscheinung.

B. Interventionen in Gemeinschaftswährungen

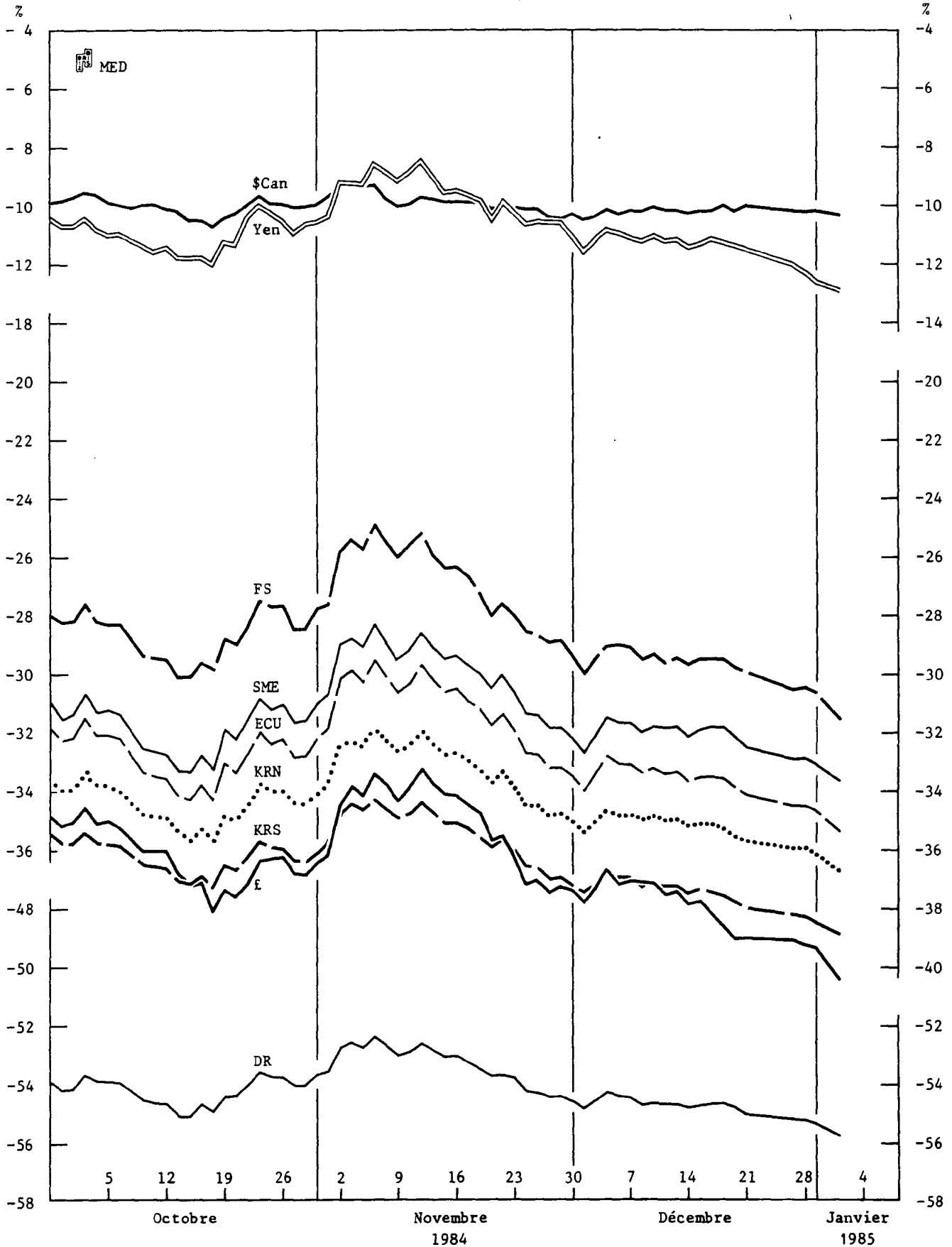
Die Interventionen in Gemeinschaftswährungen betragen im Dezember umgerechnet US-\$ 0,7 Mrd., das war der gleiche Betrag wie im November. Sie bestanden aus intramarginalen DM-Käufen, die hauptsächlich von der Banque de France und der Banca d'Italia getätigt wurden.

III. DIE ERSTEN JANUARTAGE

Der US-Dollar tendierte während der ersten drei Geschäftstage des Jahres weiterhin fest. Andererseits verzeichneten der Schweizer Franken und in geringerem Umfang das Pfund Sterling Kursrückgänge gegenüber den EWS-Währungen. Im EWS gab es keine wesentlichen Veränderungen. Mit Wirkung vom 4. Januar senkten die Banca d'Italia die Leitzinsen um 1 Pro-

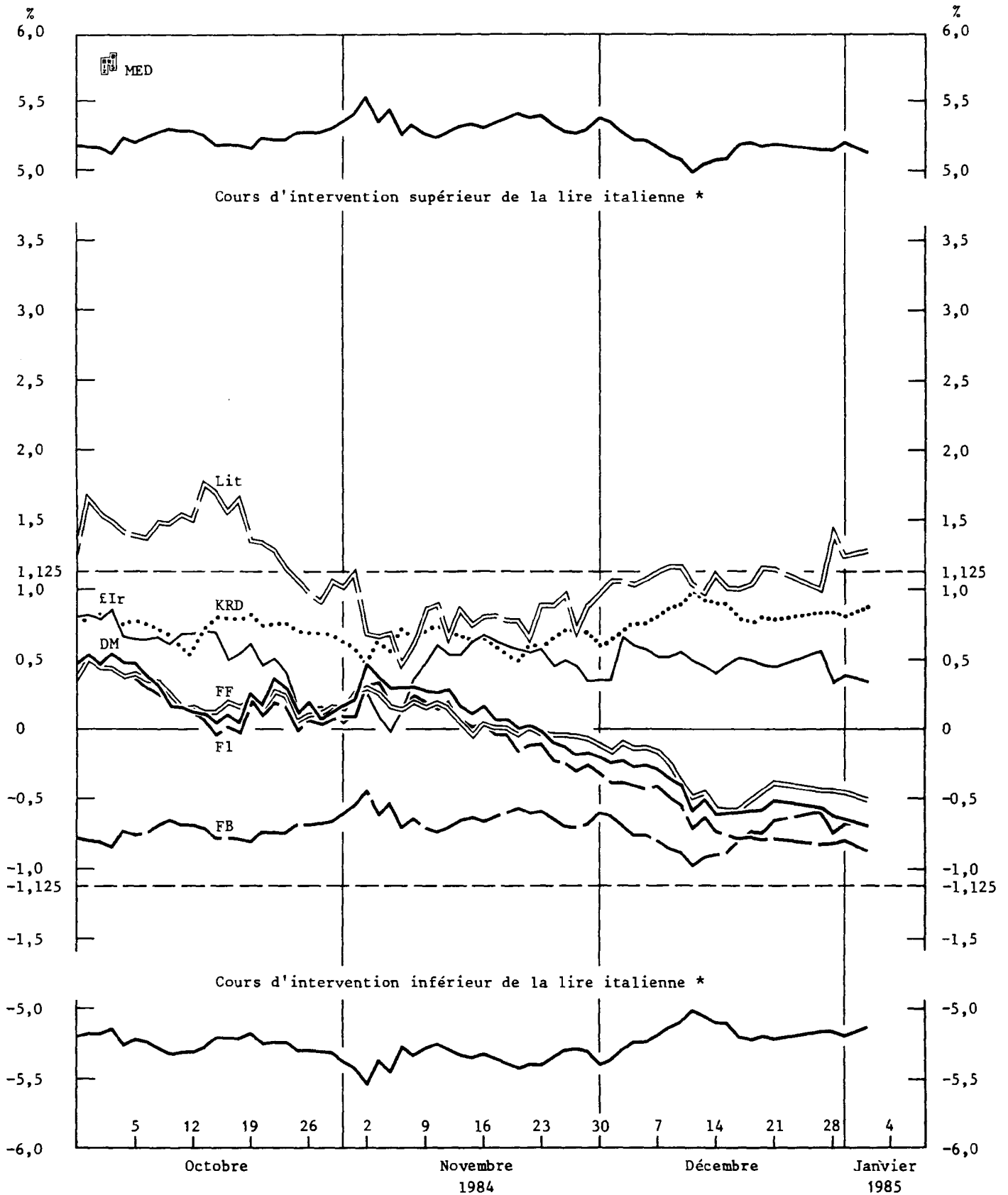
zentpunkt auf 15 1/2% und die Banque de France ihren Interventionssatz um 1/4 Prozentpunkt auf 10 1/2%.

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 31 DECEMBRE 1981
 VIS-A-VIS DU \$EU *



* ECU 1,08517; £ 0,52206; DR 57,3424; \$Can 1,1862; FS 1,7985; Yen 219,60; KRS 5,5325; KRN 5,8050; cours médian des monnaies participant au SME 1,0705. Le cours médian des monnaies participant au SME représente la moyenne journalière des cours des deux monnaies à marge de fluctuation de 2,25%, exprimés en dollar EU, qui se sont éloignés le plus de leurs cours pivots bilatéraux actuels.

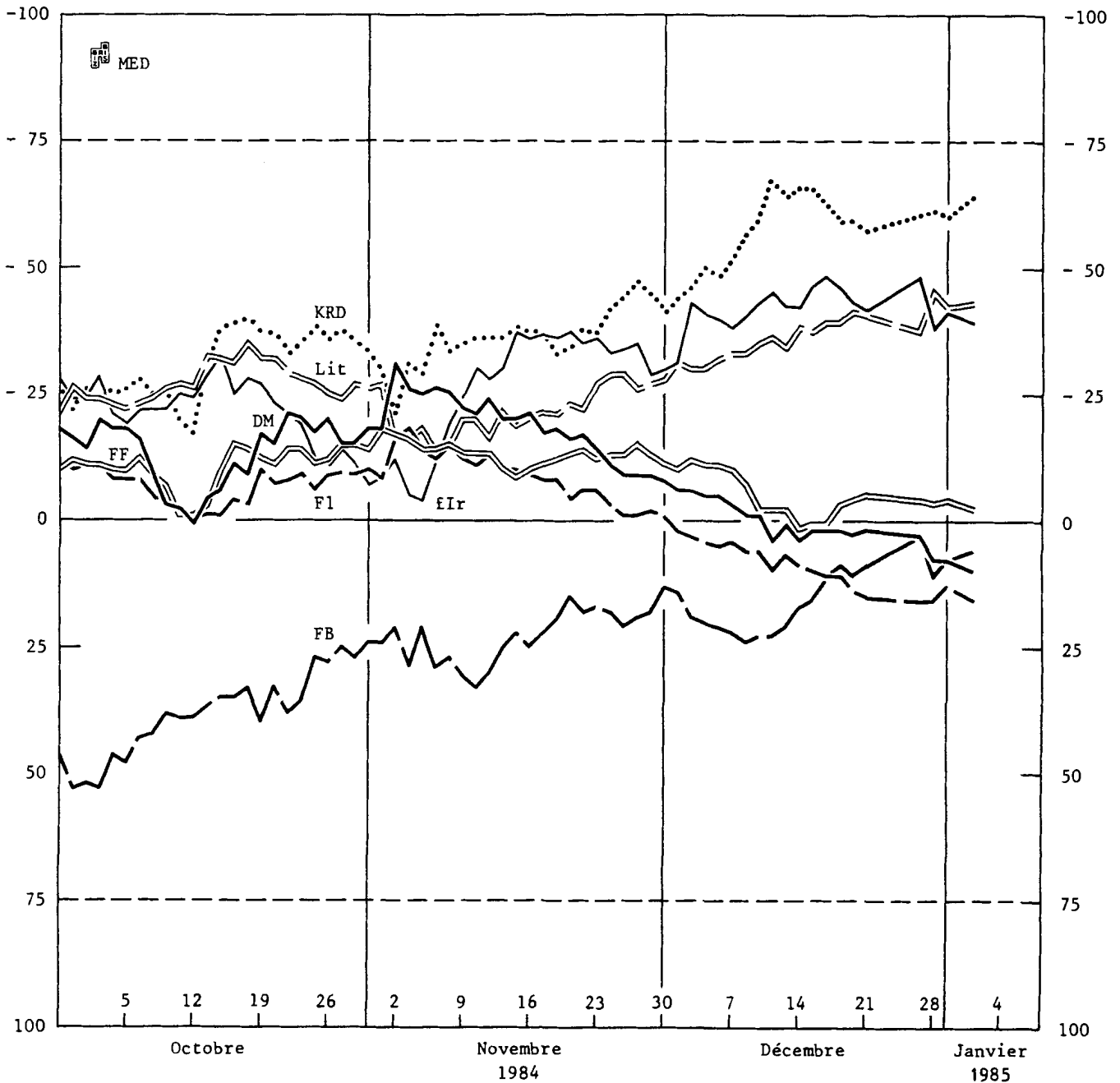
MOUVEMENTS A L'INTERIEUR DE LA GRILLE DE PARITES DU SME
 CALCULES SUR LA BASE DES COURS OFFICIELS DE L'ECU DANS LES
 DIFFERENTES MONNAIES PARTICIPANTES



* 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 $\pm 2,25\%$.

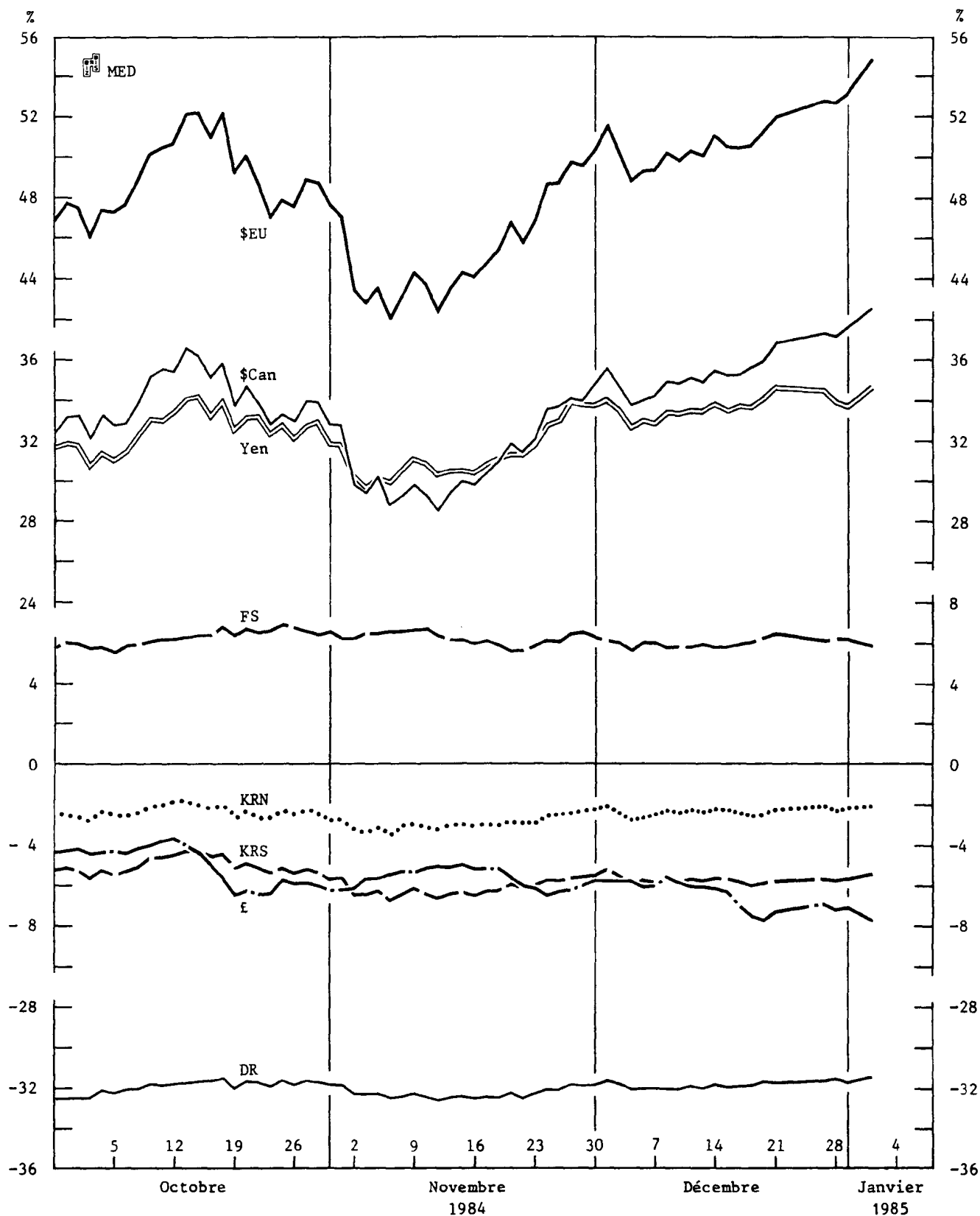
3 janvier 1985

EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE *



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

EVOLUTION DE LA LIVRE STERLING, DE LA DRACHME ET DES MONNAIES DES BANQUES CENTRALES HORS CEE
 PARTICIPANT A LA CONCERTATION PAR RAPPORT A L'ECU
 SUR LA BASE DES COURS DU MARCHÉ RELEVÉS LE 31 DECEMBRE 1981 *



* £ 0,566523; DR 62,2263; \$EU 1,08517; \$Can 1,28723; FS 1,95169; Yen 238,304; KRS 6,00373; KRN 6,29944.

3 janvier 1985

Committee of Alternates

OUTLINE WORK PROGRAMME FOR THE COMMITTEE OF GOVERNORS FOR 1985

The following table could be used for the exchange of views
on the Committee's work programme for 1985

Topics to be considered	Date for examination by the Committee	Preparatory work to be done by:
1. Calculation and significance of adjusted interest rates in EEC countries	January	Raymond Group* (Special report)
2. European Monetary System a) Strengthening	February and possibly following months	Committee of Alternates (Dalgaard Group)
b) Long-term perspective	After completion of strengthening	Committee of Alternates
3. Development of the US dollar and implications for the EMS	Possibly March	Committee of Alternates Prof. Lamfalussy
4. Monetary policies in EEC countries	May and December	Raymond Group (semi-annual reports)
5. Development and financing of public expenditure	July	Raymond Group (follow-up of the special reports of October 1981 and June 1982)(1)
6. International monetary discussions (2)	February or March	Committee of Alternates
7. Other questions, in particular: improvement of the concertation telephone network	Spring - Summer	Committee of Alternates (Ad hoc technical working party)

* The report was circulated on 30th November 1984.

- 1) This follow-up is presented in the form of a short paper accompanied by updated data; it is prepared by M. Raymond, the Secretariat and the experts.
- 2) The Committee could also have an exchange of views on this subject before the meetings of the Group of Ten in June/July 1985 and of the IMF in September.