

PROTOKOLL*

DER 208. SITZUNG DES AUSSCHUSSES DER PRAESIDENTEN
DER ZENTRALBANKEN DER MITGLIEDSTAATEN
DER EUROPÄISCHEN WIRTSCHAFTSGEMEINSCHAFT
BASEL, DIENSTAG, 9. SEPTEMBER 1986, 10 UHR

Anwesend sind: der Gouverneur der Bank of England und Ausschussvorsitzende, Herr Leigh-Pemberton, begleitet von den Herren Loehnis und Kirby; 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 Präsident der Deutschen Bundesbank, Herr Pöhl, begleitet von den Herren Gleske und Rieke; der Gouverneur der Bank von Griechenland, Herr Chalikias, begleitet von den Herren Papademos und Zarifopoulos; der Gouverneur der Banco de España, Herr Rubio, begleitet von den Herren Sánchez-Pedreño und Feito; 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 den Herren O'Grady Walshe und Reynolds; der Gouverneur der Banca d'Italia, Herr Ciampi, begleitet von den Herren Dini und Masera; der Präsident der Nederlandsche Bank, Herr Duisenberg, begleitet von den Herren Szász und Boot; der Gouverneur der Banco de Portugal, Herr Tavares Moreira, begleitet von den Herren Pego Marques und Costa Pinto; der Präsident der Kommission der Europäischen Gemeinschaften, Herr Delors, begleitet von den Herren Mingasson und Vignon; der Sekretär des Währungsausschusses, Herr Kees; der Generaldirektor des Luxemburgischen Währungsinstituts, Herr Jaans. Zugewesen ist ferner Herr Dalgaard, Vorsitzender der Expertengruppe. Ebenfalls anwesend sind der Generalsekretär des Ausschusses, Herr Morelli, und sein Beigeordneter, Herr Bascoul, sowie die Herren Scheller und Cook und die Herren Bockelmann und Dagassan.

* Endgültige, in der Sitzung vom 11. November 1986 gebilligte Fassung, die gegenüber dem Entwurf nur einige Änderungen redaktioneller Art aufweist.

I. Billigung des Protokolls der 207. Sitzung

Der Ausschuss billigt einstimmig das Protokoll der 207. Sitzung, vorbehaltlich einiger Aenderungen redaktioneller Art, die im endgültigen Text Berücksichtigung finden.

II. Gedankenaustausch über

- das Funktionieren der innergemeinschaftlichen Konzertation und die währungspolitische Entwicklung in den EG-Ländern:

- . Vorlage des Berichts über die Entwicklung an den Devisenmärkten der an der Konzertation beteiligten Länder im Juli und August sowie in den ersten Septembertagen 1986 durch Herrn Dalgaard;
- . Verabschiedung des Ausschussberichts an die Finanzminister der EG-Länder;
- . Monatsstatistiken;

- die jüngste Leitkursanpassung.

A. Vorlage und Diskussion des "Konzertationsberichts"

Herr Dalgaard kommentiert den dem Protokoll beigefügten Bericht und hebt einige seit Anfang Juli aufgetretene Besonderheiten hervor, insbesondere die am 4. August in Kraft getretene Leitkursanpassung, bei der das irische Pfund gegenüber den anderen Währungen des EWS-Wechselkursmechanismus um 8% nach unten berichtet wurde.

Herr Loehnis erklärt, dass die Stellvertreter keine Bemerkungen zum Bericht als solchem haben.

Herr Hoffmeyer gibt einige Erläuterungen zur Lage Dänemarks und der dänischen Krone ab. Die Zentralbank habe während des ganzen Jahres und insbesondere im Juli und in der ersten Augushälfte mit namhaften Beträgen interveniert. Diese Interventionen fügten sich in einen allgemeinen Kontext, der durch eine spürbar straffere Wirtschaftspolitik im vergangenen Frühling und durch befriedigende Ergebnisse bei der Inflation (praktisch gleich null, wenn man die Auswirkung der indirekten Steuern ausklammere), dem Inlandswachstum (das kräftig sei) und dem öffentlichen Haushalt (der

einen Ueberschuss ausweise) gekennzeichnet sei. Dagegen weise die Zahlungsbilanz ein bedeutendes Defizit auf, das insbesondere durch private Kapitalexporte gespeist werde. Es seien schon Massnahmen zur Behebung dieses Ungleichgewichts ergriffen worden, z.B. sei die Differenz zwischen den dänischen und den deutschen Zinssätzen für Obligationen von 3 auf 6 Prozentpunkte heraufgesetzt worden. Eine weitere Verschärfung der Haushaltspolitik liege dem Parlament vor, und in einem gewissen Masse würde auch die Geldpolitik härter. Das Ziel sei, den privaten Verbrauch und die privaten Investitionen, die ausser Kontrolle geraten seien, zu bremsen, und bis Jahresende sollte eine deutliche Verbesserung der Zahlungsbilanz erfolgen.

Herr Camdessus nimmt an, dass die Notenbankpräsidenten die - in Anführungszeichen - Abschwächung des französischen Franc günstig aufgenommen haben, wenn man an die früheren Bemerkungen über das Verhalten der französischen Währung denke. Die Zinssätze der Banque de France seien schrittweise von 8,75 auf 7% zurückgenommen und eine spürbare Lockerung der Devisenkontrolle erreicht worden. Es sei übrigens diese ziemlich schnelle Lockerung, die die Ursache der Abschwächung des Franc sei. Anstatt diesem Trend mit Interventionen entgegenzuwirken - was angesichts der vorherigen Kapitalzuflüsse leicht gewesen wäre - habe man den Kurs sich auf dem Markt einpendeln lassen. Die Behörden hätten ihre Doktrin nicht geändert und desinteressierten sich nicht für den Wechselkurs; sie seien der Ansicht, dass der Kurs des Franc angemessen sei, und wollten seine Entwicklung genau verfolgen.

Der Vorsitzende erinnert daran, dass der Rückgang des Index des gewogenen Aussenwerts des Pfund Sterling von 76 auf 71 während der Monate Juli und August mit den Schwankungen des Oelpreises zusammenhängt. Diese Wechselkursveränderungen würden nicht als beunruhigend angesehen, soweit ein gewisser Ausgleich zwischen der anti-inflationären Wirkung des Oelpreiserfalls und der inflationären Wirkung des rückläufigen Pfundkurses bestehe. Ein gewogener Aussenwert von 71 schein dieser Lage zu entsprechen, und die Behörden hätten nicht vor, Massnahmen zu ergreifen, solange der Kursrückgang sich nicht spürbar verstärke.

B. Gedankenaustausch über die jüngste Leitkursanpassung

Herr Ó Cofaigh stellt kurz die Elemente vor, die hinter dem Beschluss der irischen Behörden zur Anpassung des Kurses ihrer Währung stehen.

Die allmähliche Abschwächung des Pfund Sterling und die Gerüchte über eine Leitkursanpassung im EWS führten Anfang 1986 zum Druck auf das irische Pfund, auf den man mit einem starken Anheben der Zinssätze und beträchtlichen Interventionen auf den Devisenmärkten reagiert habe. Anfang März habe sich der Druck wieder gelockert, dank der Erholung des Pfund Sterling habe man den Verlust an Wettbewerbsfähigkeit gegenüber Grossbritannien wieder aufholen können, und der gewogene Aussenwert sei durch den Kursanstieg des Dollars ebenfalls günstig beeinflusst worden. Es habe somit kein Grund bestanden, den Kurs des irischen Pfundes Anfang April in Ootmarsum anzupassen. In den folgenden Wochen sei es im übrigen zu bedeutenden Kapitalrückflüssen gekommen, und man habe die Zinssätze senken können. Ein erneuter Schwächeanfall des Pfund Sterling und des Dollars habe diese günstigen Auswirkungen wieder weggewischt und zu neuem Druck auf das irische Pfund geführt, insbesondere Ende Juli; dadurch seien bedeutende Interventionen erforderlich geworden, und es sei zu Spannungen bei den Zinssätzen gekommen. Die Reservenverluste durften nicht in diesem Tempo weitergehen, vor allem nach den schon in den vorausgegangenen Monaten verzeichneten Verlusten, und die Zinssätze hätten auf eine angesichts der derzeitigen Lage der irischen Wirtschaft nicht angezeigte Höhe angehoben werden müssen. Daher hätten die Behörden beschlossen, eine Berichtigung des Leitkurses des Pfundes nach unten zu verlangen, um eben den zu starken und zu grossen Wertzuwachs, der seit Ootmarsum verzeichnet wurde (+ 9% gegenüber dem Pfund Sterling, wovon 6% allein im Monat Juli), zu korrigieren.

Herr Ó Cofaigh dankt seinen Kollegen für ihre Mitarbeit bei dieser Leitkursanpassung, der ersten seit März 1979, die auf irische Initiative vorgenommen wurde. Er fügt hinzu, die Zugehörigkeit zum Wechselkursmechanismus des EWS habe einem der Hauptziele der irischen Wirtschaftspolitik gedient, nämlich der Desinflation, und die Korrektur um 8% sollte sich angesichts des vorherigen Kursanstiegs des Pfundes nur geringfügig auf die Inflationsrate auswirken.

Herr Loehnis erklärt, die Stellvertreter hätten die durch den irischen Entschluss aufgeworfenen Grundsatzfragen nicht angeschnitten. Dagegen hätten sie kurz das bei der jüngsten Leitkursanpassung befolgte Verfahren diskutiert, insbesondere die festgestellten Verzögerungen einerseits zwischen der Schliessung des Devisenmarktes in Dublin und der Mitteilung der Iren, dass sie eine Leitkursanpassung wollten, und andererseits zwischen dieser Mitteilung und ihrer Uebermittlung an alle zuständigen Stellen. Auch der Währungsausschuss werde sich an seiner Sitzung vom 10. September mit dieser Frage befassen. Gewisse Verzögerungen seien zweifellos auf Ferienabwesenheiten zurückzuführen, wie sie an Sommerwochenenden nicht ungewöhnlich seien. Nach eigener Aussage hätten die irischen Behörden zur Vermeidung von Informationslecks nach der Schliessung um 15 Uhr Ortszeit des Dubliner Devisenmarktes anderthalb Stunden mit dem Auslösen des Anpassungsverfahrens zugewartet.

Die Stellvertreter haben vorgeschlagen, die "Dalgaard-Gruppe" solle untersuchen, ob es zweckmässig sei, eine Mitteilung, mit der eine Leitkursanpassung verlangt wird, zurückzuhalten, wenn die Zentralbanken des EWS nicht mehr auf dem Markt anwesend seien, aber noch Geschäfte getätigt werden können. Die Experten sollten somit eine praktische Arbeit über diese konkreten Funktionsfragen der Devisenmärkte vornehmen.

Herr Hoffmeyer unterstreicht, dass die Entdramatisierung der Realignments vielleicht für die grossen Länder und die grossen Währungen wünschenswert sei, nicht jedoch für die kleinen Länder, für die es gefährlich sei, die Leitkurse diskret, z.B. am Telefon, zu ändern. Der jüngste irische Fall sei vielleicht ein Sonderfall, aber mit einem solchen Vorgehen könne man die Disziplin schwächen und gewisse Versuchungen und Nachlässigkeiten fördern. Daher sei es wichtig, die Leitkursanpassungsverfahren nicht zu entdramatisieren, wenn es sich um kleine Länder und kleine Währungen handle. Seit Entstehen des EWS habe es zu viele Aenderungen der Leitkurse ohne Zusammenkunft, insbesondere der Minister, gegeben (vier, wovon zwei für Italien, eine für Dänemark und eine für Irland).

Herr Pöhl schliesst sich den Bemerkungen von Herrn Hoffmeyer an. Die Gefahr bestehe, dass die Aenderungen der Wechselkurse im EWS zu unilateralen, rasch abgeschlossenen Operationen werden, ohne dass die Partner wirklich reagieren können. Dies stehe im Widerspruch sowohl zum Buchstaben als auch zum Sinn der Regeln des EWS, die für jede Aenderung

ein gegenseitiges Einvernehmen fordern. Solche Verfahren dürften nicht zur Gewohnheit werden; sie könnten im übrigen eines Tages auf die Ablehnung eines Partners stossen, woraus sich eine schwierige Lage ergäbe. Der Entschluss und die Beweggründe Irlands seien in der Sache verständlich und annehmbar, aber die Tendenz zu wiederholtem hastigen Vorgehen müsse die Notenbankpräsidenten zu grosser Wachsamkeit anhalten.

Herrn Ó Cofaigh liegt daran, irrige Eindrücke und Beurteilungen, die vielleicht entstanden sind, zu berichtigen, z.B. die Idee, dass Irland seine Währung ohne begleitende Massnahmen abgewertet habe. Für die irischen Behörden handle es sich nämlich nicht um eine Abwertung, sondern um eine Korrektur des Leitkurses, mit der einer erfolgten unerwünschten Aufwertung entgegengewirkt und der ungefähre Stand von Anfang April, dem Zeitpunkt von Ootmarsum, wiederhergestellt werden sollte. Es sei daher nicht nötig, besondere begleitende Massnahmen zu ergreifen.

Was das Verfahren angehe, sei es nützlich, dass die "Dalgaard-Gruppe" untersuche, welche Frist anstandshalber oder vorsichtshalber zwischen der von den Verantwortlichen des betreffenden Landes getroffenen Entscheidung und deren Mitteilung an die Partner eingehalten werden könne, unter Berücksichtigung der Schliessungszeit des Devisenmarktes. In diesem Zusammenhang sei erwähnt, dass die Verzögerungen aufgrund der Massnahmen der Central Bank of Ireland nicht grösser als diejenigen gewesen seien, die bei den vorangegangenen Leitkursanpassungen aufgetreten seien. Auch die Zeitverschiebung zwischen dem Kontinent und Dublin sowie das Spiel einiger Zufallselemente erklärten weitgehend die Schwierigkeiten, die Anfang August auftreten konnten.

Der Vorsitzende stellt fest, man könne aus dem letzten Realignment und der Diskussion des Ausschusses einiges lernen, insbesondere:

- dass es, wie von einigen Zentralbankpräsidenten unterstrichen, nützlich sei, die Realignments nicht zu entdramatisieren, wenn es um kleine Währungen gehe;
- dass es nützlich sei, die Realignments nicht in schnell abgewickelte unilaterale Operationen umzuwandeln, sondern den Partnerländern eine reelle Möglichkeit zu Reaktionen zu geben; die Verfahren dürften flexibel und variabel sein, aber man dürfe es nicht zu einer gewissen Nachlässigkeit und allzu schnellen und summarischen Verfahren kommen lassen.

Der Vorsitzende ruft in Erinnerung, dass die Expertengruppe, wie von den Stellvertretern vorgeschlagen, einige dieser Verfahrensfragen untersuchen wird, und dass ihr Vorsitzender, Herr Dalgaard, anlässlich einer der nächsten Sitzungen des Ausschusses Bericht erstatten wird.

III. Langfristige Perspektiven des EWS

Der Vorsitzende ruft in Erinnerung, dass auf dem informellen Treffen des Rates der Wirtschafts- und Finanzminister am 20. und 21. September in Gleneagles vom Ausschussvorsitzenden ein mündlicher Bericht zu erstatten ist. Die Zentralbankpräsidenten hätten sich bereits mit einem ersten, Anfang August verteilten Entwurf befasst; ausgehend von ihren Anmerkungen sei eine mit dem 3. September 1986 datierte revidierte Fassung erstellt und von den Stellvertretern in deren Sitzung am 8. September geprüft worden.

Herr Loehnis erklärt, dass die Stellvertreter als Fazit ihrer Aussprache einige Änderungen am revidierten Entwurf vorschlagen, welche die Ziffer 3 "Weitere Punkte und zukünftige Entwicklung" betreffen.

1. Ziffer 3, Absatz 1, Satz 3: Der in eckige Klammern gesetzte Halbsatz "und diese fanden in den notwendig gewordenen jüngsten Leitkursanpassungen ihren Niederschlag" entfällt, so dass der Satz nach "Fiskalbereich" endet.

2. Ziffer 3, Absatz 1: Der vierte Satz, der mit "Es besteht eindeutig das Bedürfnis" beginnt und mit "gestellt werden kann" endet, wird durch zwei eigenständige Sätze ersetzt, damit die zwei wichtigen Gedanken, einerseits das Erfordernis einer Festigung der Konvergenz und andererseits die stärkere Teilnahme an den Einrichtungen des EWS klar voneinander geschieden werden. Diese beiden Sätze könnten wie folgt lauten: "Es besteht eindeutig das Bedürfnis, die Konvergenz weiter zu festigen, so dass das EWS auf ein noch solideres Fundament gestellt werden kann. Die Zentralbankpräsidenten würden es begrüßen, wenn die Voraussetzungen für eine Teilnahme aller EG-Länder an sämtlichen Einrichtungen des EWS mit gleichen Rechten und Pflichten erfüllt würden."

3. Ziffer 3, Absatz 2: Es stehen zwei Sätze in Klammern; die Stellvertreter schlagen vor, den zweiten unter Streichung der Worte "die

erst noch überwunden werden müssen" beizubehalten, womit der letzte Satz dieses Absatzes wie folgt lautet: "Es wurde deutlich, dass zu diesem Punkt noch Meinungsverschiedenheiten bestehen".

4. Ziffer 3, Absatz 3: Der zweite Satz wird leicht abgeändert und lautet dann wie folgt: "Die Zentralbankpräsidenten sind der Meinung, dass man seine weitere Entwicklung den Marktkräften überlassen sollte und dass es zu einer weiteren Expansion des Marktes beitragen würde, wenn man in allen Mitgliedsländern die Beschränkungen aufhobe, welche die freie Verwendung der privaten ECU beeinträchtigen".

5. Ziffer 3, Absatz 3: Der letzte Satz wird durch den folgenden Satz ersetzt: "Beide Konzepte wurden unseren Experten zur weiteren Prüfung überwiesen". Die beiden Konzepte seien von den Stellvertretern unterschiedlich aufgenommen worden, wobei einige sie technisch und andere grundsätzlich als zu schwierig empfanden. Jedenfalls seien sich die Stellvertreter darin einig, dass beide Konzepte von der "Dalgaard-Gruppe" geprüft werden sollen; allein das Konzept der Banque de France sei sehr kurz in Augenschein genommen worden.

Als letztes teilt Herr Loehnis mit, dass die Vertreter der Kommission den Wunsch geäußert haben, der Bericht möge deutlicher den Beitrag herausstellen, den eine Expansion der privaten ECU zur Verwirklichung des Ziels der Währungsintegration leisten kann.

Der Vorsitzende dankt Herrn Loehnis und den Stellvertretern für ihre Arbeit und regt an, den Bericht vorbehaltlich etwaiger Einwände der Zentralbankpräsidenten mit den von den Stellvertretern vorgeschlagenen Änderungen anzunehmen. Der Bericht bleibe ein in den Verantwortungsbereich des Vorsitzenden fallender mündlicher Bericht, doch liege ihm, dem Präsidenten, selbstverständlich daran, so getreu wie möglich die Auffassungen der Zentralbankpräsidenten wiederzugeben.

Herr Rubio erklärt, er möchte keine Bemerkungen zu einzelnen Punkten des Berichts machen, aber doch eine allgemeine Stellungnahme abgeben, auch wenn Spanien und die Peseta nicht an den EWS-Mechanismen teilnehmen. Der allgemeine Eindruck, den der Bericht vermittele, sei in gewisser Weise enttäuschend; man habe sich nicht ausreichend darum bemüht, der Aufforderung der Minister und dem Ziel einer ausgeprägteren monetären Identität Europas, die das Mandat von Palermo kennzeichne, zu entsprechen. Die Zentralbankpräsidenten böten den Ministern keine neuen Ideen für die

Entwicklung einer europäischen Währung an und hätten sich auf technische Fragen beschränkt, ohne Grundsatzentscheidungen zu treffen. Die Notenbankgouverneure riskierten damit, Vorwürfen ausgesetzt zu werden, wie es die Politiker häufig erfahren, d.h. zu zaghaft zu sein, und es sei zu hoffen, dass sie wieder zu dem Geist zurückfänden, der ihre Arbeit im Zusammenhang mit der Schaffung und Verwaltung des EWS geprägt habe.

Herr Camdessus beglückwünscht den federführenden Redakteur des Berichts; dieser gebe getreu die Geisteshaltung des Ausschusses und dessen Unvermögen wider, mitreissende Vorschläge oder Aktionen zu unterbreiten; er spiegle auch den Pragmatismus der Zentralbankpräsidenten, ihr Misstrauen und ihre Abneigung gegenüber jeglichem A-priori-Entwurf und jedem ideologisch gefärbten Ansatz wider. Die Zentralbankpräsidenten sind sich einig im schrittweisen Vorgehen unter Berücksichtigung der gemachten Erfahrungen; bei zu pragmatischem Vorgehen laufe man jedoch Gefahr, gewisse Divergenzen zu verwischen und den Ministern keinen einzigen interessanten Gesichtspunkt vorweisen zu können. Der Bericht würde demnach gewinnen, wenn er mehr Ecken und Kanten aufwiese. Auf diese Weise antworte man wirklich nicht auf die Frage, wie die private ECU das Ziel der monetären Integration fördern könne. Der Bericht sollte festhalten, dass zumindest einige Zentralbankpräsidenten der Meinung seien, dass eine Art Wechselbeziehung zwischen der Verwendung der privaten ECU und Fortschritten bei der monetären Integration bestehe. Diese würde durch die Verwendung der privaten ECU gefördert; andererseits seien Fortschritte bei der monetären Integration erforderlich, damit sich die private ECU in einem günstigen Umfeld entwickeln könne. Es sei wichtig, den Haltern und Verwendern von privaten ECU zu zeigen, dass man einem stabileren Status dieses Instruments näherkomme; anderenfalls riskiere man einen Verlust des Vertrauens in die Zukunft der ECU und sogar eine Desintegration der privaten ECU, was schwerwiegende monetäre Folgen hätte. Wenn sich die private ECU normal entwickeln soll, so bedarf es weiterer Fortschritte bei der Schaffung einer öffentlichen ECU, die einen breiten und gesicherten Status hat.

Was die Entwicklung der ECU zu einem Reserveaktivum betreffe, so sei es in der Tat nützlich, den Ministern gegenüber zu betonen, dass die private ECU derzeit besser diese Rolle übernehmen könne, und darauf hinzuweisen, dass man eine Reservewährung nicht künstlich schaffen

könne. Freilich müsse die Entwicklung kontinuierlich verlaufen und von regelmässigen Fortschritten begleitet sein. Im Bericht heisse es, gewisse Fortschritte, die von den Zentralbankpräsidenten noch erörtert würden, seien möglich; man müsse jedoch ganz klar zum Ausdruck bringen, dass sie geprüft würden, und sich als erstes mit den Vorbehaltsklauseln beschäftigen, die 1978/79 hinzugefügt wurden, als man fürchtete, die ECU werde als Ausstieg aus der Konvergenz benutzt. Nachdem sieben oder acht Jahre verstrichen und diese Befürchtungen gegenstandslos geworden seien, wäre es wünschenswert, möglichst rasch die ursprünglich verfügbaren Beschränkungen zu beseitigen.

Die Rolle, welche die ECU nach aussen übernehmen könne, könnte im Bericht stärker hervorgehoben werden (vgl. Ziffer 2, Ende des zweiten Absatzes); eine solche Rolle würde nämlich den Zusammenhalt im EWS-Wechselkursmechanismus begünstigen, wobei der die kleinen Währungen betreffende Vorbehalt als umstritten gelten könne.

Herr Camdessus erklärt, dass er mit zwei unter Ziffer 2 des Berichts aufgeführten Grundsätzen nicht einverstanden ist:

- Der erste finde sich in dem Satz "Sie waren sich einig, dass die offizielle ECU derzeit noch nicht die wesentlichen Eigenschaften einer Reservewährung aufweist, und meinen, dass sie sich nur im Rahmen einer Wirtschafts- und Währungsunion ... zu einem vollwertigen Reserveaktivum entwickeln dürfte". Eine solche Behauptung sei ein Diskussionsthema und Gegenstand ideologischer Auseinandersetzungen, doch wäre es besser, sie zu vermeiden, da das EWS-Abkommen keinen Zusammenhang zwischen der vollen Verwirklichung des Systems und der Wirtschafts- und Währungsunion herstelle.
- Der zweite Grundsatz sei in der Formulierung "eine stärkere Verwendung der ECU für sich gesehen könnte aber keine bedeutsamen Fortschritte bei der Integration bringen" enthalten. Im Gegenteil seien viele der Ansicht, dass die ECU ein wesentlicher Bestandteil der europäischen Integration sei, auch wenn es sich dabei um eine Entwicklung handle, die Zeit brauche.

Herr Camdessus schliesst mit der Bemerkung, er wünsche, dass man klarer die Notwendigkeit zum Ausdruck brächte, die Politik der

kleinen Schritte fortzusetzen, und hinzufüge, dass diese Notwendigkeit durch die aktuelle Entwicklung des internationalen Währungssystems und des Dollars noch klarer zutage trete. In der Tat bestünden, was den Dollar angehe, erhebliche Bedenken hinsichtlich der Art und Weise, wie die amerikanischen offiziellen Stellen diesen verwalteten, ebenso wie hinsichtlich der weiteren Entwicklung der nächsten Monate und Jahre. Diese Bedenken und Unwägbarkeiten müsse den Zentralbankpräsidenten und den Experten als Ansporn dienen, ihre Arbeit fortzusetzen und das EWS kohärenter zu gestalten.

Der Vorsitzende erklärt, dass er zögere, den Inhalt des Berichts in Frage zu stellen, und plane, den Ausführungen von Herrn Camdessus in seinem mündlichen Vortrag Rechnung zu tragen. Die Minister und Zentralbankpräsidenten könnten ohnehin ihre unterschiedliche Auffassung während der Diskussion in Gleneagles geltend machen.

Der Vorsitzende schliesst sich Herrn Camdessus' Dank an den Autor des Berichts an.

Herr Ciampi pflichtet zum grossen Teil der eleganten Argumentation von Herrn Camdessus bei; er teile insbesondere dessen Vorbehalte gegenüber den unter Ziffer 2 des Berichts dargestellten Grundsätzen und halte eine Neuformulierung der betreffenden Stellen für zweckmässig.

Herr Pöhl bringt seinerseits seine Wertschätzung gegenüber dem Autor des Berichts zum Ausdruck. Man müsse in der Tat darauf achten, den Ministern nicht nur den kleinsten gemeinsamen Nenner mitzuteilen; wenn man den Text ein wenig überarbeite, ohne die Divergenzen zu vertuschen, so verdeutliche man die tatsächlichen Bemühungen um eine Annäherung, was von den Ministern verstanden und gewürdigt werden sollte. Die Zentralbankpräsidenten hätten in Gleneagles auch die Möglichkeit, sich von einigen Aussagen des Textes zu distanzieren; dies sei nicht verboten, auch wenn es das erste Mal im Rahmen einer Erörterung über das EWS wäre.

Jedenfalls dürfe man nicht aus dem Auge verlieren, dass das Mandat von Palermo nur einen recht begrenzten Ausschnitt der Realität abdecke und die grossen politischen Probleme des EWS beiseite lasse. Vielleicht sollte man dies in Gleneagles hervorheben, also auf die Fragenkomplexe des ungehinderten Kapitalverkehrs, des Wechselkursmechanismus und der Teilnahme aller Mitgliedsländer daran sowie der Wechselkurspolitik der Gemeinschaft gegenüber dem Dollar, dessen Kursrückgang sich fortzusetzen drohe, zu sprechen kommen.

Was die ECU anbelange, so seien sowohl bei der offiziellen wie der privaten ECU einige Fortschritte und eine gewisse positive Entwicklung zu verzeichnen. Bezüglich letzterer erwähne der Bericht allerdings nicht die jüngste Aktualität, nämlich den Rückschlag oder leichten Verlust an Attraktivität, die diese mit den hauptsächlich auf den Kursrückgang des Pfund Sterling zurückzuführenden Werteinbussen der ECU erlitten habe. Dieser Vorgang sei vielleicht nur von kurzer Dauer, doch müsse man ihn in Erinnerung behalten. Es sei nützlich, klar den Wunsch nach einer Aufhebung der für die Verwendung der privaten ECU geltenden Restriktionen zum Ausdruck zu bringen, und es sei zu hoffen, dass dies überall geschehe. Hingegen sei Vorsicht und Reserviertheit am Platz, wenn es um eine Verbindung zwischen der offiziellen und der privaten ECU gehe. Die Verwendung der privaten ECU wirke sich zwar derzeit nicht auf die Geldpolitik aus, doch wäre dies ganz anders, wenn man eine Brücke zwischen beiden ECU schlagen würde. Die Zentralbanken würden damit neue Verantwortlichkeiten hinsichtlich der privaten ECU in bezug auf deren Umlauf und deren Stabilität übernehmen und möglicherweise als letztinstanzlicher Kreditgeber auftreten müssen. Derartige Konsequenzen müssten sorgfältig geprüft werden, bevor man einen solch entscheidenden Schritt tue.

Herr Pöhl schliesst mit der Bemerkung, dass der Bericht, auch wenn er nicht sehr grosse Begeisterung auslösen könne, in etwa in seiner jetzigen Form vorgelegt werden sollte; die Zentralbankpräsidenten hätten ja die Möglichkeit, während der Beratungen in Gleneagles etwas andere und progressivere Ansichten zu äussern.

Herr Delors dankt zunächst den Zentralbankpräsidenten für die geleistete Arbeit, die mit Sicherheit sowohl für die Kommission als auch die Minister sehr interessant sei, einschliesslich der Nuancen, die die Diskussion des Ausschusses ergeben habe. Es sei nunmehr zu hoffen, dass in Gleneagles debattiert werde.

Herr Delors macht anschliessend einige Ausführungen, die nachstehend zusammengefasst wiedergegeben sind.

Wenn man die Frage stelle, wie man den Aufbau Europas voranbringen könne, so höre man von vielen ernstzunehmenden Beobachtern und Fachleuten, dass Impulse von der Verwirklichung des grossen gemeinsamen Marktes aus dem Währungsbereich oder von den Problemen der Sicherheit und der Strategie kommen können. Dies unterstreiche die Tragweite der Probleme, die die

Zentralbankpräsidenten derzeit untersuchen und die unter dieser Perspektive gesehen werden sollten.

Als man in Palermo über die Zukunft der ECU und des EWS gesprochen habe, sei beschlossen worden, fürs erste die Arbeitshypothese einer gemeinsamen Währung aufzugeben und das Augenmerk auf eine Reservewährung zu legen, was bedeute, dass man noch tiefer in die Währungstechnik eindringe. Diesbezüglich seien zwei Ansätze denkbar: einer über die offizielle ECU und einer über die private ECU. Im Bericht der Zentralbankpräsidenten werde mehr Nachdruck auf den zweiten gelegt, doch, auch wenn der die offizielle ECU einbeziehende Ansatz schwierig sei, stelle sich die Frage und bleibe offen.

Es bestehe ein dialektischer Zusammenhang zwischen der Verstärkung der währungspolitischen Zusammenarbeit und des EWS einerseits und der Entwicklung der ECU andererseits. Anders ausgedrückt: Die Frage sei nicht so sehr, wohin gehe die ECU, sondern vielmehr, was man tun könne, um eine vernünftige Entwicklung der privaten ECU vor allem im Sinne eines Beitrags zur monetären und finanziellen Integration in der Gemeinschaft zu gewährleisten". In dieser Hinsicht sei es interessant, die Entwicklung der privaten ECU im Jahr 1986 zu betrachten. Man stelle fest, dass die Transaktionen in ECU weiter zunehmen, aber vor allem die von Bank zu Bank, was auf ein nachlassendes Interesse von Privatpersonen hindeute, ein Phänomen, das durch das Stagnieren der ECU-Emissionen untermauert werde. Gewiss, deren Volumen habe nicht weiter mit dem Tempo ansteigen können, wie von 1984 auf 1985 geschehen; es scheine jedoch klar zutage zu treten, dass sich die Eigendynamik der privaten ECU abzuschwächen drohe, wenn Massnahmen zur Stärkung des EWS und der Glaubwürdigkeit der ECU ausblieben. Hier gehe es um eine zentrale Frage, mit der sich die Zentralbankpräsidenten in den kommenden Monaten bei gleichzeitiger Beobachtung der Entwicklung der Märkte auseinandersetzen sollten.

Ein weiterer zentraler und hochaktueller Punkt, den einige Zentralbankpräsidenten bereits angesprochen hätten, betreffe die Frage, was die im EWS zusammengeschlossenen Länder zu tun gedächten, sollte sich der Kursrückgang des Dollars beschleunigen. Gebe es eine Antwort hierauf, die das EWS liefere, oder eine vom System unabhängige, untereinander abgestimmte Antwort? Jedenfalls sei die Situation sehr besorgniserregend, zumal wiederholte Erklärungen bestimmter amerikanischer Stellen darauf

schliessen liessen, dass man gewillt sei, Druck auf den Dollarkurs auszuüben oder zumindest mit diesem zu spielen. Es wäre nützlich, den Amerikanern klarzumachen, wie wichtig eine verantwortungsbewusste Verwaltung des internationalen Währungssystems sei, und die Aufmerksamkeit der Minister auf diese Frage zu lenken.

Der Vorsitzende dankt Präsident Delors für seine äusserst interessanten Bemerkungen. Seiner Meinung nach stehe die vermehrte Verwendung der privaten ECU in den Jahren 1985 und 1986 in hohem Masse mit dem Kursrückgang des Dollars in Verbindung. Er dankt abschliessend den Zentralbankpräsidenten für ihren Beitrag zur Vorbereitung eines Berichts, von dem nach seinem mündlichen Bericht an die Minister Exemplare in Gleneagles verfügbar sein werden.

IV. Gedankenaustausch über die Punkte der Tagesordnung der internationalen Zusammenkünfte in Washington

Der Vorsitzende ruft in Erinnerung, dass dieser Punkt traditions-gemäss auf der Tagesordnung der Septembersitzung steht, damit die Notenbankpräsidenten, die das wünschen, die eine oder andere Frage im Zusammenhang mit den Zusammenkünften des Internationalen Währungsfonds stellen können. In jedem Fall werden die Notenbankpräsidenten anlässlich des Treffens in Gleneagles Gelegenheit haben, auf diese Zusammenkünfte zurückzukommen, und die meisten von ihnen werden sich danach in Washington sehen.

Der Vorsitzende stellt fest, dass keine Bemerkungen zu diesem Punkt gemacht werden.

V. Weitere Fragen innerhalb der Zuständigkeit des Ausschusses

Der Vorsitzende ruft in Erinnerung, dass die Zentralbankpräsidenten ein nunmehr offizielles Gesuch der Oesterreichischen Nationalbank um Teilnahme am Konzertationsmechanismus erhalten haben (eine Kopie des Schreibens von Präsident Koren ist den Zentralbankpräsidenten ausgehändigt worden). An seiner Julisitzung hatte der Ausschuss bei einer inoffiziellen Umfrage günstig reagiert. Die Zentralbankpräsidenten sollten daher nun bestätigen, dass sie bereit sind, die Oesterreichische Nationalbank in den Kreis der Teilnehmer an der Konzertation aufzunehmen.

Der Vorsitzende stellt die Zustimmung der Notenbankpräsidenten fest und präzisiert, dass er Präsident Koren schreiben wird, um ihm diese positive Entscheidung mitzuteilen.

VI. Zeit und Ort der nächsten Sitzung

Die nächste Sitzung findet am Dienstag, dem 11. November 1986, um 10 Uhr in Basel statt.

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

Juli und August 1986

Der vorliegende Bericht gibt einen Ueberblick über die Entwicklung auf den Devisenmärkten der Länder der an der Konzertation beteiligten Zentralbanken* und über deren Interventionen im Juli und August sowie in den ersten Septembertagen 1986.

I. ENTWICKLUNG DER WECHSELKURSE

Die wichtigsten Merkmale der Devisenmärkte im Juli und August waren:

- Weitere Wertebussen des US-Dollars;
- die besonders starken Kursgewinne der D-Mark, des Guldens und des Schweizer Frankens;
- erneute, hauptsächlich auf die Oelpreientwicklung zurückzuführende Schwäche des Pfund Sterling;
- gelegentliche Spannungen im EWS und eine Leitkursanpassung am 4. August, bei der das irische Pfund gegenüber den anderen am Wechselkursmechanismus teilnehmenden Währungen um 8% abgewertet wurde.

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

Die sinkende Tendenz des US-Dollars hielt im Juli und August an; dieser verlor gegenüber den meisten anderen Währungen zwischen 5 und 8% an Wert. Die Schwäche des Dollars war von Anzeichen einer anhaltenden Flaute in der US-Wirtschaft, einer ungünstigen Entwicklung des Zinsgefälles (die US-Zinsen gingen stärker zurück als ausländische Zinsen) und von Erwartungen bezüglich weiterer Lockerungen der amerikanischen Geldpolitik begleitet. In der Baissestimmung gegenüber dem Dollar zeigten sich überdies wachsende Zweifel daran, dass die grossen Zahlungsbilanzungleichgewichte zwischen den Industrieländer reduziert würden, und die Wahrnehmung, dass den US-Behörden eine weitere Dollarabwertung willkommen wäre. Zeitweise wurde der Kursrückgang des Dollars durch Interventionen ausländischer Zentralbanken sowie durch die Spekulation gemildert, dass andere Zentralbanken vielleicht ihre Kreditzinssätze senken würden.

Das EWS erreichte im Juli zeitweise seine volle Ausdehnung mit dem französischen Franc auf der einen und der dänischen Krone auf der anderen Seite. Mit Wirkung vom 4. August wurde das irische Pfund um 8%, gemessen an seinen bilateralen Leitkursen gegenüber den anderen Währungen im Wechselkursmechanismus, abgewertet. Unmittelbar nach der Leitkursanpassung kam es nochmals vorübergehend zu Spannungen. Obwohl sich diese schliesslich legten, erweiterte sich das schmale Band gegen Ende August nochmals, so dass es am Monatsende zwischen der D-Mark und der dänischen Krone nahezu die maximale Ausdehnung erreichte. Die D-Mark (und der Gulden) kletterte im Berichtszeitraum durch das System und erreichte Ende August schliesslich den oberen Rand des schmalen Bandes; am unteren Rand wurde die dänische Krone Anfang August für kurze Zeit durch den belgischen Franc ersetzt. Während fast der ganzen Periode lag die italienische Lira über dem oberen Ende des schmalen Bandes und schloss 3 1/2% über der dänischen Krone.

Die D-Mark verzeichnete gegenüber allen wichtigen Währungen Kursgewinne. Gegenüber dem US-Dollar befestigte sie sich um 7,1%, und damit mehr als die anderen am EWS-Wechselkursmechanismus teilnehmenden Valuten, wodurch sie gegen Ende August zur stärksten Währung im engen Kursband avancierte. Gegenüber dem englischen Pfund befestigte sie sich um nahezu 11% und erreichte historische Höchstkurse.

Im Verlauf der beiden Monatsberichte fiel der französische Franc im EWS vom ersten auf den fünften Platz zurück, blieb jedoch in der oberen Hälfte des engen Bandes. Für diesen Wertverlust gab es mehrere Gründe:

- die Eigendynamik der D-Mark im Berichtszeitraum;
- ungünstigere "Leads-and-lags"-Operationen von Gebietsansässigen infolge der Lockerung der Devisenkontrolle und des sinkenden Dollarkurses;
- grössere Zurückhaltung der Gebietsfremden, was sich in dem leichten Anziehen der Eurofrancsätze in den letzten Augusttagen zeigte.

Der belgische Franc hielt sich auf dem sechsten Rang im Paritätengitter. Dennoch hat sich seine Abweichung gegenüber der D-Mark um 1 1/4% vergrössert. Nach der Abwertung des irischen Pfundes berührte der Franc seinen Interventionspunkt zu dieser Währung. Pflichtinterventionen waren erforderlich, die sich betragsmässig allerdings ziemlich in Grenzen hielten.

Der holländische Gulden bewegte sich zusammen mit der D-Mark auf den oberen Rand des Bandes zu. Die freundliche Haltung des Marktes gestattete der Nederlandsche Bank beträchtliche Devisenkäufe und eine Senkung der Zinssätze. Damit wurden die Reservenverluste und Zinssatzerhöhungen, die nach der Leitkursanpassung im April erfolgten, wieder rückgängig gemacht.

Die dänische Krone verharrte nahe dem unteren Ende der engen Schwankungsmarge und erreichte zeitweise ihre Interventionspunkte gegenüber dem französischen Franc und dem irischen Pfund. Ursächlich für die Schwäche der Krone waren das anhaltende Leistungsbilanzdefizit und steigende private Kapitalexporte.

Im Juli verlor das irische Pfund im EWS an Boden, da der jähe Kursrückgang des Pfund Sterling und des US-Dollars eine starke kommerzielle Nachfrage nach Fremdwährungen auslöste. Die Central Bank of Ireland tätigte umfangreiche Interventionen zur Stützung der Währung, insbesondere gegen Monatsende. Nach der mit Wirkung vom 4. August vorgenommenen Abwertung um 8% im EWS gingen die Marktkurse für das irische Pfund um etwa 6% zurück. Infolgedessen stieg das Pfund an die Spitze des neuen schmalen EWS-Bandes, und die Bank konnte mit Devisenkäufen intervenieren.

Die italienische Lira gewann im Juli im EWS an Wert, wobei sie aber gegenüber der D-Mark stabil blieb, und erreichte eine das schmale Band weit übersteigende Position. Der vorwiegend auf saisonale Faktoren zurückzuführende Trend wurde durch beträchtliche Käufe der Banca d'Italia abgeschwächt. Im August erforderten die Kursschwankungen im Zusammenhang mit dem Kursverfall des Dollars und bedeutende Änderungen der rechnerischen Paritäten unter den wichtigsten europäischen Währungen häufige Interventionen der Banca d'Italia auf beiden Seiten des Marktes; die Lira blieb fest an oberster Position im EWS.

Das Pfund Sterling schwächte sich im Juli gegenüber allen wichtigen Währungen unter Einschluss des Dollars ab, und zwar hauptsächlich unter dem Einfluss der sinkenden Oelpreise. Die unerwartete Einigung zwischen den OPEC-Mitgliedern im August und das darauffolgende Anziehen der Oelpreise führten zu einer bescheidenen Erholung, aber eine prognostizierte Verschlechterung der britischen Zahlungsbilanz löste erneuten Druck nach unten aus. In der Folge gab das Pfund gegenüber den kontinentalen Währungen nach und erreichte schliesslich historische Tiefstwerte gegenüber der D-Mark und dem Schweizer Franken. Der Index des gewogenen Aussenwerts des Pfundes ging im Berichtszeitraum um 6 3/4% auf 71,1 zurück (1975 = 100).

Die spanische Peseta befestigte sich gegenüber dem Dollar im Juli um 3,8% und im August um 0,6%. Der gewogene Aussenwert der Peseta nahm während des ganzen Monats Juli gegenüber den Gemeinschaftswährungen um 0,6% zu, im August dagegen um 0,5% ab.

Die griechische Drachme gewann gegenüber dem US-Dollar 3,6% bzw. 0,5% im Juli und August; gegenüber der ECU gewann sie 0,2% an Wert im Juli, während sie im August 0,8% verlor. Der gewogene Aussenwert der Drachme sank um 0,8 bzw. 0,7% in den beiden Berichtsmonaten.

Der gewogene Aussenwert des portugiesischen Escudo ging im August um 0,7% zurück. Gegenüber dem US-Dollar wertete sich der Escudo um 0,1% auf, gegenüber der ECU dagegen um 1,2% ab.

Angesichts des durch Window-dressing-Transaktionen an jedem Monatsende verursachten übermässigen Anstiegs der Zinssätze für Schweizer Franken beschloss die Schweizerische Nationalbank, die Liquidität des Bankensystems an beiden Monatsende zu erhöhen. Infolgedessen gingen die Geldmarktsätze im Berichtszeitraum um insgesamt 1 Prozentpunkt zurück, und der Aufwärtstrend des Schweizer Frankens kam zum Stillstand.

Die schwedische Krone schwächte sich in der ersten Julihälfte in einem weitgehend ausgeglichenen Markt etwas ab. In der ersten Augusthälfte musste die Sveriges Riksbank mit Dollarverkäufen intervenieren. Der Druck war teilweise auf ein Ueberschwappen des Spekulationsdrucks gegen die Finnmark zurückzuführen. Ab Mitte August glich sich der Markt bei einem Indexstand von 131,3 wieder weitgehend aus.

Die norwegische Krone blieb in der ersten Julihälfte fest, und es flossen Devisen zu. Nach einem vorübergehenden spekulativen Druck Mitte Juli stabilisierte sich der Index des gewogenen Aussenwerts bei 110,5, d.h. ca. 1% tiefer als vorher. Die Norges Bank intervenierte von Zeit zu Zeit, um die Krone zu stützen.

Der kanadische Dollar beendete den Berichtszeitraum auf einem mehr oder weniger unveränderten Kursniveau und wurde in einer ziemlich engen Bandbreite knapp über US-\$ 0,7200 gehandelt. Während fast des ganzen Monats Juli befestigte er sich gegenüber dem US-Dollar und reagierte damit im wesentlichen auf eine Erweiterung des ihn begünstigenden Gefälles zwischen den kanadischen und den amerikanischen kurzfristigen Zinssätzen. Ende Juli und während fast des ganzen Monats August büsste der kanadische Dollar jedoch wieder an Wert ein, hauptsächlich weil die Marktteilnehmer über das Leistungsbilanzdefizit, die Inflationsrate und das Haushaltsdefizit Kanadas besorgt waren.

Der japanische Yen befestigte sich im Juli gegenüber dem US-Dollar um 6,4%, büsste jedoch im August wieder 2,3% ein. Nachdem der Yen in der ersten Julihälfte um die Marke 160 gependelt war, schnellte er in der zweiten Hälfte in die Höhe, als das schwächere Wachstum der Wirtschaft der USA erkannt wurde und verschiedene amerikanische Behördenmitglieder Erklärungen abgaben, in der sie ihrer Bereitwilligkeit, ein weiteres Absinken des Dollarkurses zuzulassen, Ausdruck gaben. Im August zeigte sich der Yen weiterhin fest; darin spiegelte sich wider, dass die BSP-Zahlen der USA für das zweite Quartal unerwartet kräftig nach unten revidiert wurden, sowie die Erwartung einer Senkung des amerikanischen Diskontsatzes. Gegen Ende August verlor der Yen jedoch wieder an Boden, als sich auf den Märkten die Erwartung durchsetzte, dass eine weitere Aufwertung des Yen unwahrscheinlich sei. Gegenüber den wichtigen europäischen Währungen gewann der Yen im Juli an Wert (+ 3,3% gegenüber der ECU), schwächte sich jedoch im August wieder ab (- 2,6% gegenüber der ECU).

II. INTERVENTIONEN

A. Interventionen in US-Dollar

Im Juli und August beliefen sich die von den Zentralbanken netto getätigten Dollarkäufe auf US-\$ 7,3 bzw. 4,4 Mrd., verglichen mit US-\$ 3,6 Mrd. im Juni. Die Bruttokäufe betragen US-\$ 9,3 bzw. 5,7 Mrd. Die Bruttoverkäufe erreichten US-\$ 2,0 bzw. 1,3 Mrd. Netto die bedeutendsten Käufer waren im Juli wie im August die Zentralbanken Japans, Spaniens und der Niederlande.

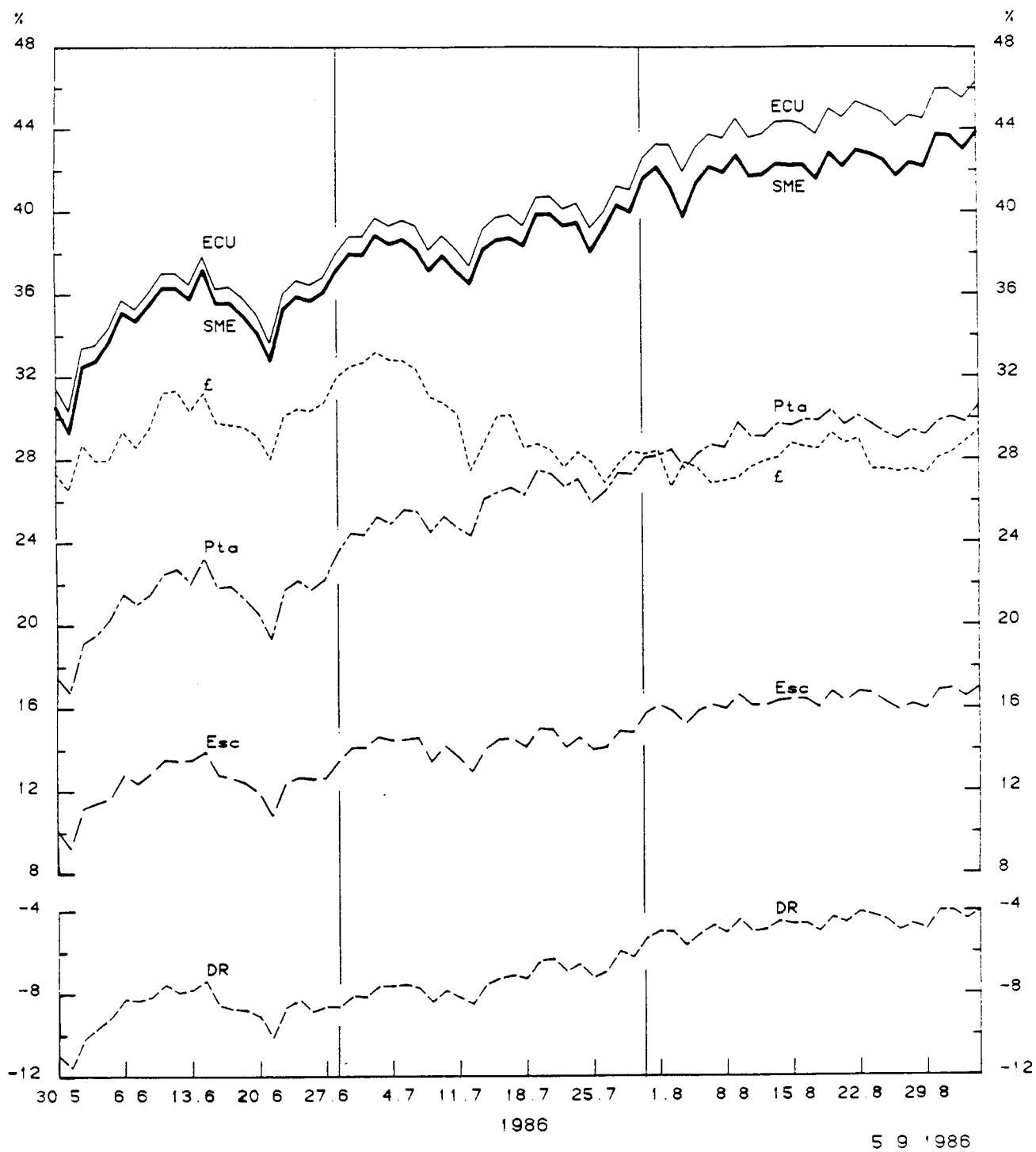
B. Interventionen in Gemeinschaftswährungen

Die Bruttointerventionen in EWS-Währungen gegen andere EWS-Währungen summierten sich im Juli und August umgerechnet auf US-\$ 4,7 bzw. 3,0 Mrd., verglichen mit US-\$ 1,5 Mrd. im Juni. Im Juli bestanden diese Interventionen hauptsächlich aus intramarginalen Abgaben von D-Mark seitens der Banque de France und Verkäufen von französischen Francs am Interventionspunkt seitens der Danmarks Nationalbank. Im August bestanden die Interventionen in EWS-Währungen und ECU im wesentlichen aus innerhalb der Bandbreite getätigten DM-Verkäufen seitens der Banca d'Italia und der Banque de France.

III. DIE ERSTEN TAGE IM SEPTEMBER 1986

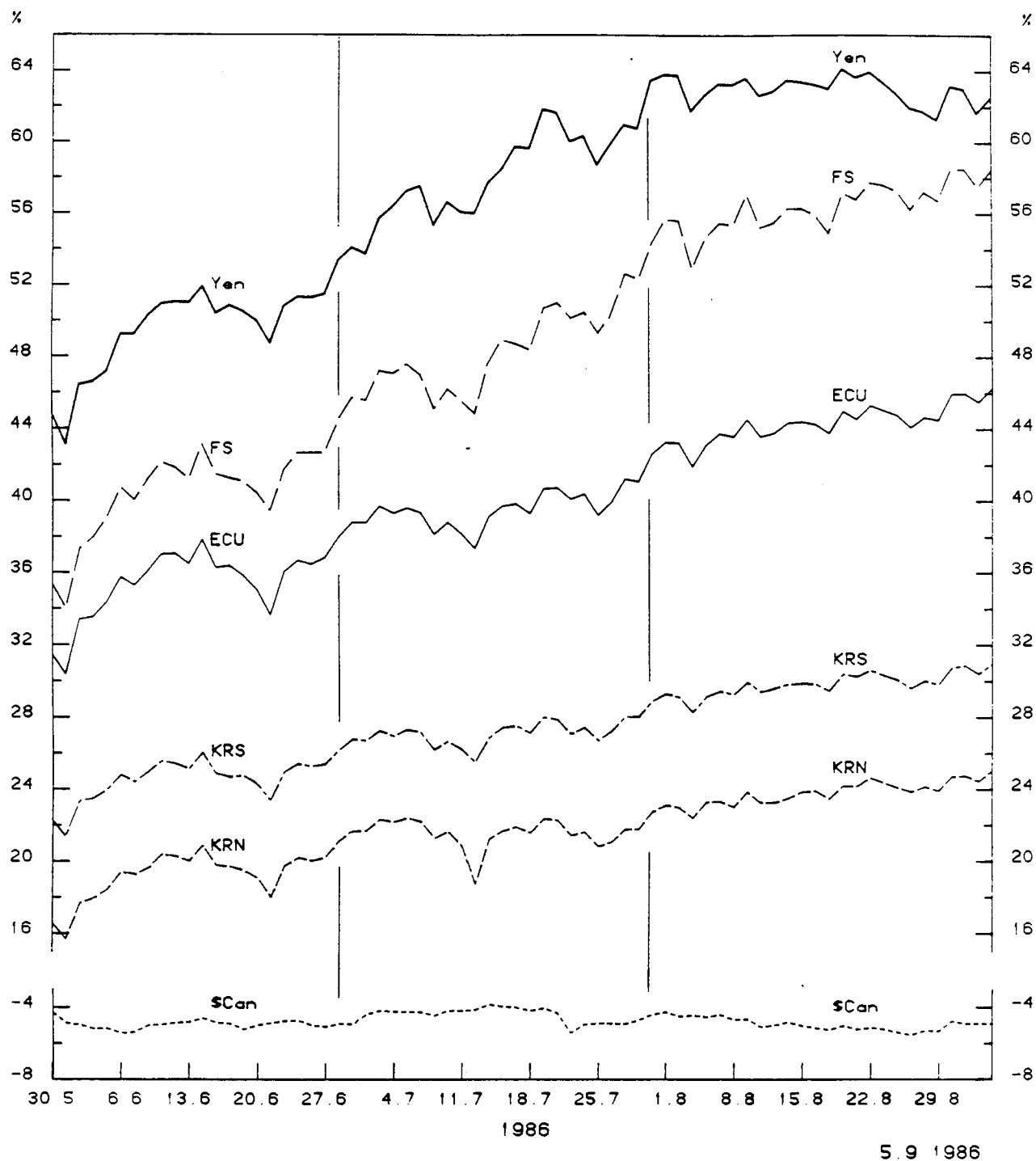
Der Kurs des US-Dollars erholte sich im Anschluss an das Bekanntwerden positiver Daten über die Auftragseingänge in der produzierenden Wirtschaft, gab jedoch wieder nach, nachdem ein US-Regierungsvertreter angedeutet hatte, dass eine weitere Dollarabwertung erforderlich sein könnte, um einen Abbau des Aussenhandelsdefizits der USA zu begünstigen. Das Pfund Sterling notierte anfänglich aufgrund einer negativen Einschätzung leichter und fiel auf einen absoluten Tiefstand gegenüber der D-Mark zurück, erholte sich dann aber aufgrund steigender Oelpreise und der Ankündigung, dass Grossbritannien US-\$ 4 Mrd. am Kapitalmarkt aufnimmt. Das EWS blieb frei von wesentlichen Spannungen.

EVOLUTION DE L'ECU, DU COURS MEDIAN DES MONNAIES PARTICIPANT AU
MECANISME DE CHANGE DU SME ET DES MONNAIES DES BANQUES CENTRALES DE LA
CEE NE PARTICIPANT PAS A CE MECANISME, SUR LA BASE DES COURS RELEVES
LE 31 DECEMBRE 1984 VIS-A-VIS DU \$EU *



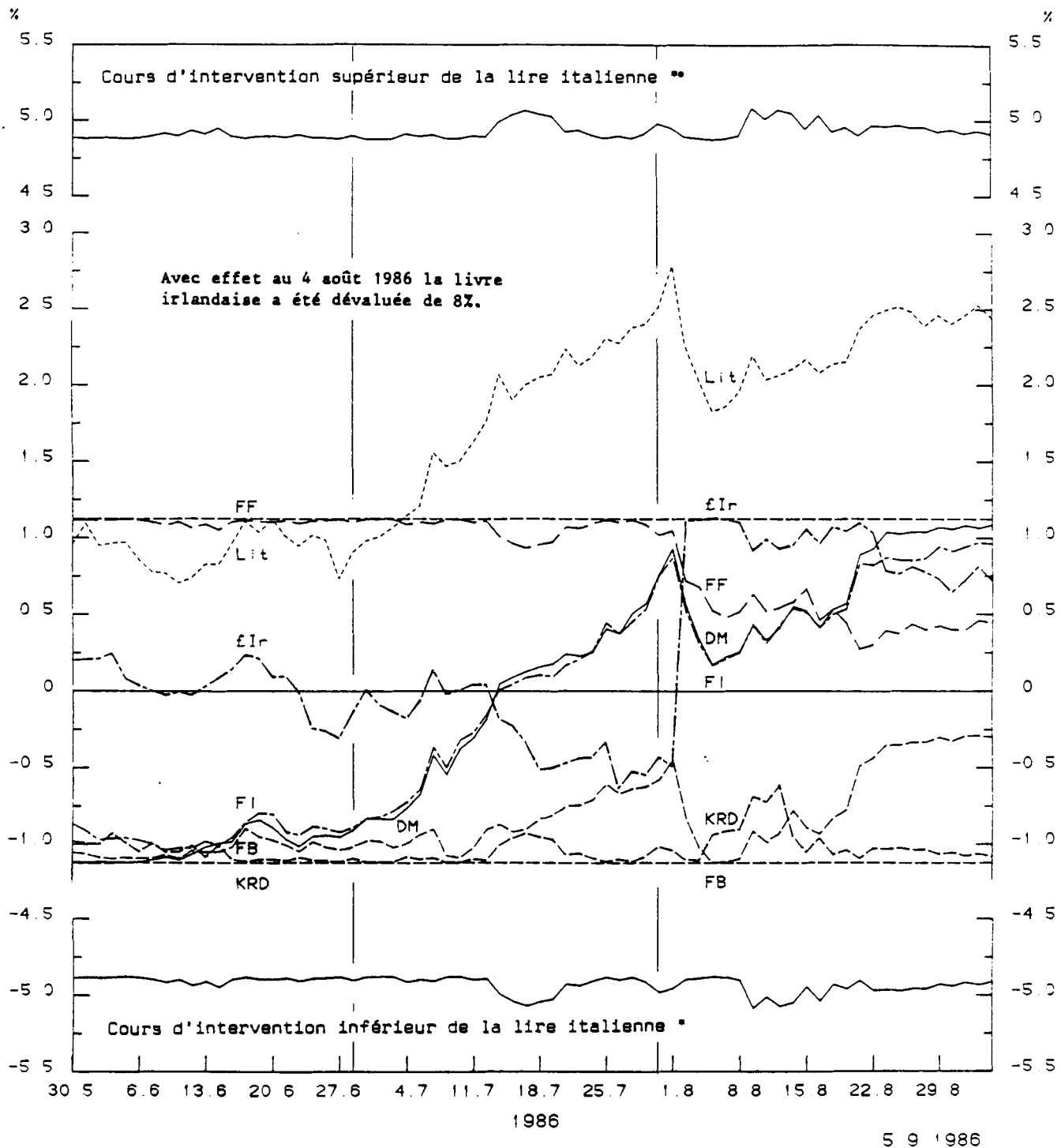
* Voir page suivante.

EVOLUTION DE L'ECU ET DES MONNAIES DES BANQUES CENTRALES HORS CEE
PARTICIPANT A LA CONCERTATION, SUR LA BASE DES COURS RELEVÉS LE
31 DECEMBRE 1984 VIS-A-VIS DU \$EU •



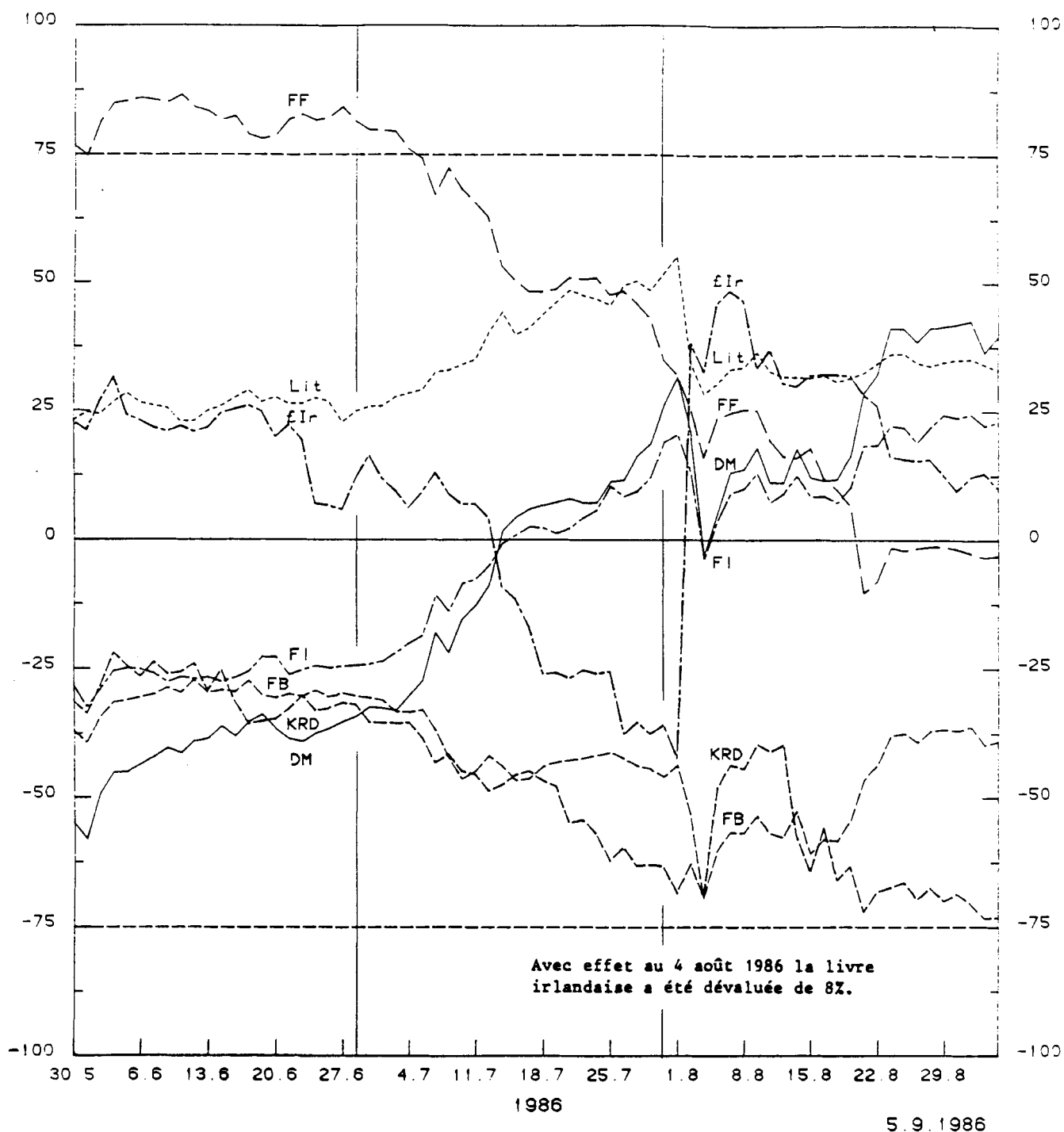
• ECU 0,708946; £ 0,8602; DR 128,4199; PTA 173,2995; ESC 169,7506;
\$Can 1,32; FS 2,593; Yen 251,1503; KRS 8,985; KRN 9,0875; cours
médian des monnaies participant au SME 0,71678. Le cours médian
des monnaies participant au SME représente la moyenne journalière
des cours des deux monnaies à marge de fluctuation de 2,25%,
exprimés en dollars 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 DE L'ECU DANS LES DIFFERENTES MONNAIES PARTICIPANTES



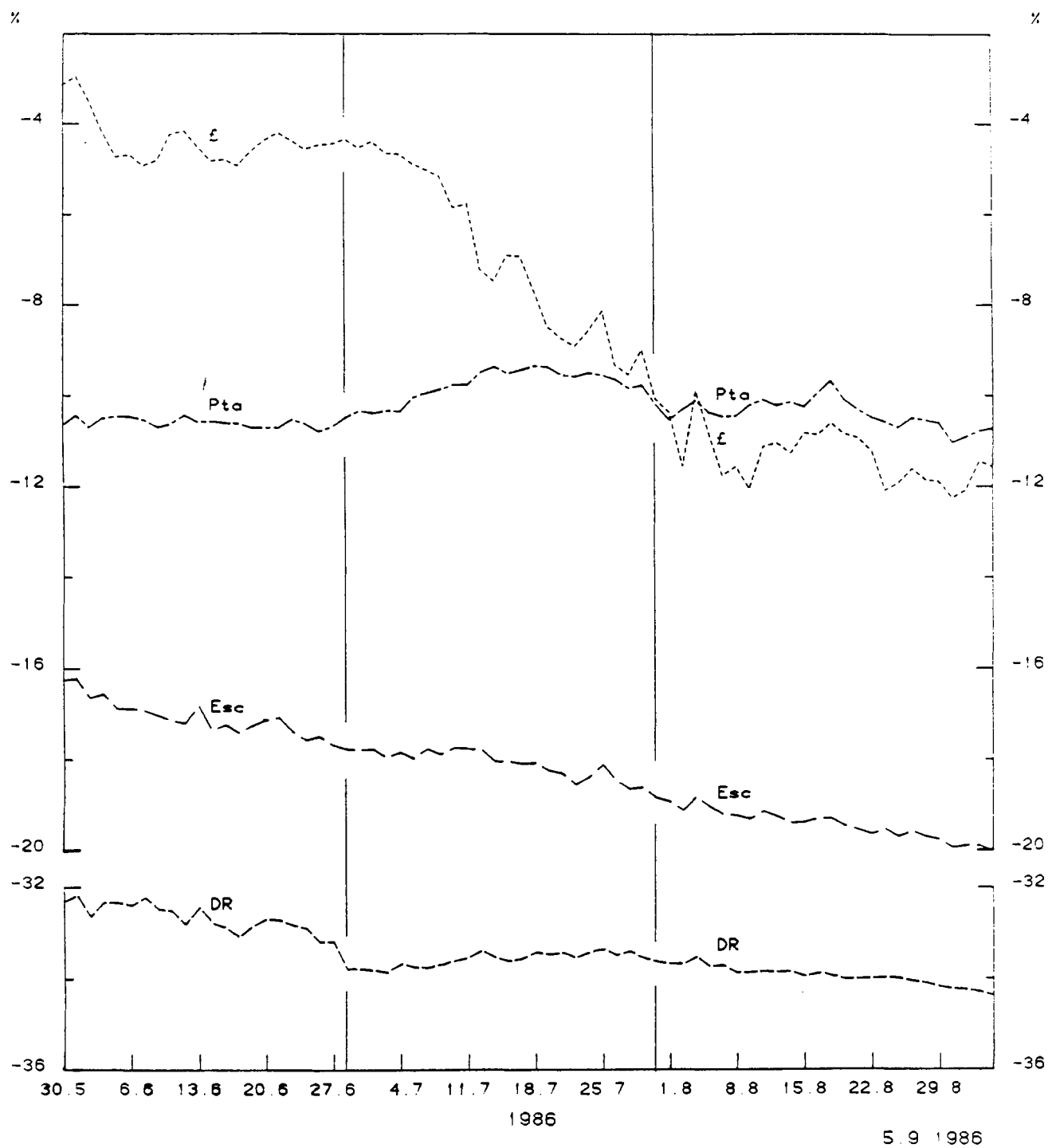
* Les cours d'interventions supérieur et inférieur de la lire italienne représentent l'écart maximal théorique par rapport à la monnaie la plus faible respectivement la plus forte dans la bande de fluctuation étroite de $\pm 2,25\%$.

EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE •



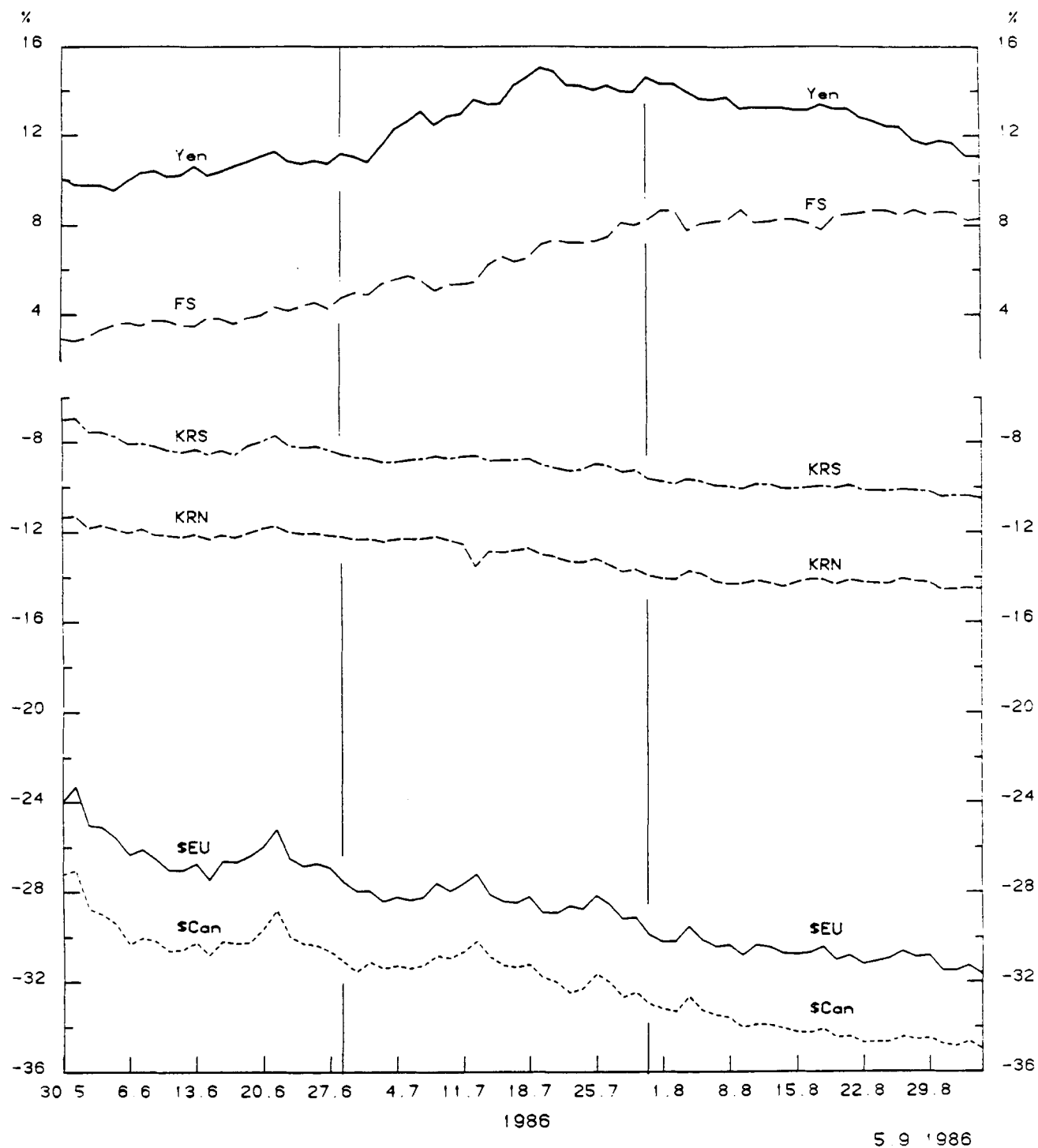
• L'indicateur de divergence a pour but de mesurer, sur une base comparable pour toutes les monnaies participant au mécanisme de change européen, la position d'une monnaie vis-à-vis de son cours-pivot ECU. L'écart maximal de divergence est le pourcentage maximal par lequel le cours de marché de l'ECU 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.

EVOLUTION DE LA LIVRE STERLING, DE LA DRACHME, DE LA PESETA ET DE
L'ESCUDO PAR RAPPORT A L'ECU SUR LA BASE DES COURS DU MARCHE RELEVES
LE 31 DECEMBRE 1984 •



• £ 0,609846; DR 91,0428; PTA 122,86; ESC 120,344.

EVOLUTION DES MONNAIES DES BANQUES CENTRALES HORS CEE PARTICIPANT
A LA CONCERTATION PAR RAPPORT A L'ECU SUR LA BASE DES COURS DU
MARCHE RELEVES LE 31 DECEMBRE 1984 **



* \$EU 0,708946; \$Can 0,935808; FS 1,8383; Yen 178,052; KRS 6,36988;
KRN 6,44254.