

PROTOKOLL \*\*

DER HUNDERTACHTZEHNTE SITZUNG DES AUSSCHUSSES DER PRÄSIDENTEN  
DER ZENTRALBANKEN DER MITGLIEDSTAATEN  
DER EUROPÄISCHEN WIRTSCHAFTSGEMEINSCHAFT  
BASEL, DIENSTAG, 14. FEBRUAR 1978, 10.00 UHR

---

Anwesend sind: \* der Gouverneur der Central Bank of Ireland und Ausschussvorsitzende, Herr Murray, begleitet von den Herren Breen und Reynolds; der Gouverneur der Banque Nationale de Belgique, Herr de Strycker, begleitet von Herrn Janson; der Gouverneur der Danmarks Nationalbank, Herr Hoffmeyer, begleitet von Herrn Mikkelsen; der Präsident der Deutschen Bundesbank, Herr Emminger, begleitet von den Herren Pöhl und Rieke; der Gouverneur der Banque de France, Herr Clappier, begleitet von den Herren Théron und Lefort; der Gouverneur der Banca d'Italia, Herr Baffi, begleitet von den Herren Ercolani und Mazzinghi; der Präsident der Nederlandsche Bank, Herr Zijlstra, begleitet von den Herren Szász und Boot; der Gouverneur der Bank of England, Herr Richardson, begleitet von Herrn Balfour; zugegen sind ferner Herr Ortoli, Vizepräsident der Kommission der Europäischen Gemeinschaften, begleitet von den Herren Mosca, Boyer de la Giroday und Morelli; Herr Jaans, Kommissar für die Bankenaufsicht des Grossherzogtums Luxemburg; Herr Heyvaert und Herr Bastiaanse, Vorsitzende der Expertengruppen; ebenfalls anwesend sind der Generalsekretär des Ausschusses, Herr Schleiminger, sein Beigeordneter, Herr Bascoul, Herr Scheller und Herr Freeland sowie Herr Lamfalussy.

I. Billigung des Protokolls der 117. Sitzung

Der Vorsitzende erklärt, das Sekretariat habe nur einige Aenderungen im wesentlichen redaktioneller Art erhalten. Unter Berücksichtigung dieser Aenderungen, die im endgültigen Text vorgenommen werden, billigt der Ausschuss einstimmig das Protokoll der 117. Sitzung.

---

\* Der Gouverneur der Bank von Norwegen, Herr Getz Wold, begleitet von Herrn Fredriksen, nimmt an der Diskussion über Punkt II der Tagesordnung teil.

\*\* Entgeltige, in der Sitzung vom 14. März 1978 gebilligte Fassung, die gegenüber dem Entwurf nur einige Aenderungen redaktioneller Art aufweist.

Der Vorsitzende erinnert daran, dass im Anschluss an die Beschlüsse des Ausschusses in der letzten Sitzung

- Herr Zijlstra in einem Vermerk Vorschläge zur Verbesserung der Gestaltung der geldpolitischen Ausschussbesprechungen gemacht habe und dieser Vermerk von den Zentralbankpräsidenten geprüft werden sollte,
- die Stellvertreter dabei seien, den Berichtsentwurf des Ausschusses über die Mitteilung der Kommission bezüglich der besseren Koordinierung der nationalen Wirtschaftspolitik auszuarbeiten; dieser Entwurf sollte den Zentralbankpräsidenten rechtzeitig vor ihrer Märzsession unterbreitet werden; es sei nützlich, wenn die Zentralbankpräsidenten, die eventuell sachliche Einwendungen gegen den vorgeschlagenen Text hätten, im voraus ihre Bemerkungen schriftlich dem Vorsitzenden und dem Sekretariat mitteilen würden.

## II. Entwicklung auf den Devisenmärkten der Konzertationsteilnehmer im Monat Januar sowie in den ersten Februartagen 1978: Kurzbericht über die Konzertation; Verabschiedung des Ausschussberichts an die Finanzminister der EWG-Länder

### A. Vortrag von Herrn Heyvaert

Herr Heyvaert fasst kurz die wesentlichen Punkte des dem Protokoll als Anlage beigefügten Berichts zusammen. Er führt ergänzend aus, dass am 14. Februar 1978 morgens der US-Dollar auf fast allen Märkten einen neuen Kurssturz erleide. Gegenüber den Kursen von Montag habe er 3/4% in Frankfurt und 1% in Zürich verloren. In Marktkreisen führe man diese Kursbewegung auf die Enttäuschung über den Ausgang der Gipfelkonferenz vom letzten Wochenende in Paris und die Ergebnisse der Sitzung der Zentralbankpräsidenten der Zehnergruppe in Basel zurück. Dagegen sei die Situation innerhalb der "Schlange" entspannt und der Abstand zwischen den Währungen an den Extrempunkten belaufe sich auf lediglich 1,25%.

### B. Aussprache des Ausschusses

Der Vorsitzende dankt Herrn Heyvaert für seinen Vortrag und heisst Herrn Getz Wold willkommen, der gemäss dem mit dem Ausschuss der Zentralbankpräsidenten vereinbarten Verfahren an der Aussprache über den vorliegenden Tagesordnungspunkt teilnimmt. Er bittet Herrn Getz Wold um einen kurzen Kommentar über die kürzliche Anpassung des Leitkurses der norwegischen Krone. Dieser

Kommentar könne sich, sofern Herr Getz Wold damit einverstanden sei, auf die wesentlichen Züge des betreffenden Problems beschränken, da das gestrige Abendessen den Zentralbankpräsidenten Gelegenheit gegeben habe, die Konferenz von Kopenhagen im Detail zu erörtern.

Herr Getz Wold führt aus, die erneute Anpassung des Leitkurses der norwegischen Krone um 8% sei wegen des Ausmasses des norwegischen Handelsbilanzdefizits notwendig gewesen. Dieses Defizit, das zweithöchste in der Welt, erkläre sich aus dem Umfang der für die Nordseeölausbeutung notwendigen Investitionen, einer Verschlechterung der Wettbewerbsfähigkeit der norwegischen Wirtschaft und den zu hohen Konsumausgaben des privaten und des öffentlichen Sektors. Soweit die Preise und Kosten nicht erneut Auftrieb erhalten würden (zu diesem Zweck werde die Regierung ihr möglichstes tun, um mässigend auf die Sozialpartner einzuwirken), werde sich die Anpassung günstig auf die norwegische Wirtschaft auswirken.

Herr Getz Wold dankt den übrigen Währungsverbundmitgliedern für ihr Verständnis, das den norwegischen Behörden ihre Entscheidung erleichtert habe, im Währungsverbund zu verbleiben. Dieser bleibe das einzige konkrete Beispiel monetärer Kooperation, und es sei wünschenswert, dass weitere Länder sich ihm anschliessen könnten.

Die Anpassung des Leitkurses der norwegischen Krone sei ohne augenblicklichen Druck beschlossen worden, denn die Devisenmärkte hätten nach den Turbulenzen vom Jahresende im Januar zur Ruhe zurückgefunden. Diese Massnahme sei von den Märkten gut aufgenommen worden. Die norwegische Krone habe sich am 13. Februar an die Spitze der "Schlange" gesetzt und die Bank von Norwegen habe 140 Millionen Dollar gekauft. Unter Berücksichtigung des neuen Schwächeanfalls des Dollars habe sich die Leitkursanpassung der norwegischen Krone bis zum heutigen Tage in einer effektiven Abwertung von 6% niedergeschlagen.

Der Vorsitzende dankt Herrn Getz Wold für seinen Kommentar und gratuliert ihm zu der Entscheidung der norwegischen Behörden, in der "Schlange" zu verbleiben.

C. Verabschiedung des Ausschussberichts an die Finanzminister der EWG-Länder

Der Ausschuss verabschiedet den Bericht in der dem Protokoll beigelegten Fassung; der Bericht wird anschliessend den Finanzministern übermittelt werden.

III. Prüfung des Berichts Nr. 12 der Expertengruppe Bastiaanse über die geldpolitischen Tatbestände und Aussichten in den EWG-Mitgliedstaaten

A. Vortrag von Herrn Breen

Herr Breen führt aus, die Stellvertreter hätten auf ihrer gestrigen Sitzung den 12. Bericht der Bastiaanse-Gruppe über die Geldmenge erörtert. Die Diskussion liess erkennen, dass generell in der Gemeinschaft zum einen ein Nachlassen der Inflation bei gleichzeitiger Verbesserung der Leistungsbilanz zu beobachten ist, andererseits die Notwendigkeit für Massnahmen zur Förderung des Wirtschaftswachstums und zum Abbau der Arbeitslosigkeit besteht. Zwar wäre es einfacher, zugleich aber auch weniger produktiv gewesen, die Diskussion auf Gemeinschaftsprobleme zu beschränken; es sei jedoch vielmehr zu einem nützlichen Meinungsaustausch über die Frage gekommen, welche Probleme für die einzelnen Länder dadurch entstehen könnten, dass die effektive Entwicklung im Jahre 1978 von den Zielen, Vorhersagen oder Erwartungen abweichen könnte, und wie diese Länder möglicherweise darauf reagieren würden.

In der Diskussion wurden die folgenden, miteinander verschränkten Problemkreise behandelt:

a) Die Rolle der Geldpolitik bei der Ankurbelung der Konjunktur. In diesem Zusammenhang habe bekanntlich jede Delegation, wie im Bericht auf Seite 19 erwähnt, angesichts der verschiedenen bereits getroffenen Massnahmen die Meinung vertreten, "dass die Finanzpolitik ihres Landes nunmehr so expansiv wie möglich ist - oder anders ausgedrückt, ein Mehr würde unerwünschte Rückwirkungen haben".

b) Der Umfang und die Finanzierung (natürlich unter Einschluss der monetären Finanzierung) der Haushaltsdefizite sowie

c) die Möglichkeit, dass 1978 die monetären Ziele oder Voraussagen nicht eingehalten werden bzw. eintreffen, und in der Tat die Frage, ob es bei Fehlen der notwendigen Voraussetzungen sinnvoll ist, sich an Zielgrössen zu halten.

Drei Möglichkeiten oder hypothetische Fälle seien zur Sprache gekommen:

- die Risiken für ein Land, das über die Ziele hinausschiesst, insbesondere dann, wenn zu erwarten ist, dass seine Währung eher schwächer als stärker werden wird;
- die Gefahr, die dadurch entsteht, dass ein Land bei einem erheblichen Kapitalabfluss an dem Geldmengenziel festhält und dementsprechend diese Abflüsse kompensiert. Diesbezüglich sei darauf hingewiesen worden, dass die Entschlossenheit, derartige Abflüsse nicht zu kompensieren, und der

daraus resultierende Aufwärtsdruck auf die Zinssätze innerhalb kürzester Zeit eine erhebliche stabilisierende Wirkung zeitigen könnten;

- sollte ein Land, dessen Währungs- und Zahlungsbilanzsituation eher als stark denn als schwach angesehen werden kann, angesichts der hohen Arbeitslosenziffern und des relativ langsamen Wirtschaftswachstums in der Gemeinschaft davon absehen, Gegenmassnahmen zu treffen, wenn seine Geldmenge über das Ziel hinausschiesst?

Neben diesen spezifischen Ueberlegungen verwiesen die Stellvertreter darauf, dass die Kapitalströme die Durchführung der Geldpolitik behinderten. In diesem Zusammenhang wurde insbesondere der Eurogeldmarkt erwähnt. Die Stellvertreter hätten sich ebenfalls gefragt, ob die Zentralbanken bereit wären, 1978 im selben Ausmasse wie 1977 Dollar zu akkumulieren, falls sich ähnliche Umstände ergeben sollten.

Der Vorsitzende dankt Herrn Breen für seinen Vortrag; der Bericht der Experten, der erneut von hoher Qualität sei, enthalte einen recht weiten Fächer von Fragen.

#### B. Vortrag von Herrn Bastiaanse

Herr Bastiaanse weist insbesondere darauf hin, dass die Entwicklung der monetären Aggregate im Jahre 1977 insgesamt relativ genau den von den Währungsbehörden festgelegten Zielen oder den von der Gruppe im Laufe des Jahres erstellten Vorhersagen entsprochen habe. Dieses befriedigende Resultat sei jedoch teilweise zufällig. Insbesondere sei der Finanzierungsbedarf des öffentlichen Sektors im allgemeinen hinter den Vorhersagen zurückgeblieben und die unerwartete Stagnation der Wirtschaft habe die private Kreditnachfrage gebremst. Nichtsdestoweniger müsse man insbesondere den französischen und den niederländischen Behörden zu ihrem Erfolg gratulieren, und im Falle der Niederlande sei ferner anzumerken, dass die quantitative Begrenzung des Bankkredits entgegen den anfänglichen Befürchtungen weder auf den Finanzmärkten noch im Währungsverbund Spannungen erzeugt habe.

Für das Jahr 1978 hätten lediglich eine beschränkte Zahl von Ländern die Ausrichtung ihrer Geldpolitik festgelegt, während in anderen Ländern eine Entscheidung erst im Verlaufe der nächsten Monate getroffen werde, wenn der Haushaltsplan angenommen worden sei. Hinsichtlich des quantitativen Ziels der Bundesbank stelle sich die Frage, inwieweit dieses als Jahresdurchschnitt formulierte

Ziel in Anbetracht der im 2. Halbjahr 1977 eingetretenen Beschleunigung der Geldexpansion noch erreichbar sei. In Dänemark werde die Expansion des Bankkredits an die inländische Wirtschaft auf 11% geschätzt, aber die Verwirklichung dieser Zahl würde es erfordern, dass die Verkäufe von Staatsschulden an den Nichtbankensektor wegen der beträchtlichen Erhöhung des Defizits der Regierung wesentlich höher sein würden als im Jahre 1977.

Hinsichtlich der Diskussionspunkte, welche die Experten im Teil III ihres Berichts angeschnitten hätten, sei anzumerken, dass über die Notwendigkeit und die Möglichkeit einer konzertierten Aktion zur Steigerung der Wachstumsrate der Wirtschaft keine Einstimmigkeit erreicht worden sei. Auf dem Gebiete der Fiskalpolitik sei seit Fertigstellung des Berichts mit der Vorlage des Haushaltsplans 1978 in Irland ein neuer Tatbestand eingetreten; dieses Budget sehe bedeutende Ankurbelungsmassnahmen für die Wirtschaft vor.

Schliesslich hätten die Experten die Folgen der Dollarschwäche im Jahre 1977 für die Geldpolitik betrachtet. Im Hinblick auf das Jahr 1978 könne man sich fragen, inwieweit die europäischen Zentralbanken weitere Reserven ansammeln könnten ohne ihre Geldpolitik zu gefährden, die im Jahre 1977 befriedigende Ergebnisse erbracht hätte.

#### C. Vortrag von Herrn Lamfalussy

Herr Lamfalussy möchte sich, nachdem Herr Breen und Herr Bastiaanse die technischen Aspekte des Berichts Nr. 12 dargelegt hatten, auf ein einziges Thema beschränken, d.h. die Stimulierung der Wirtschaft. Während der letzten Sitzungen scheine sich eine Uebereinstimmung dahingehend entwickelt zu haben, dass es nicht angebracht sei, sich zu diesem Zwecke der Geldpolitik zu bedienen, da eine Politik überschüssiger Liquidität einerseits keine ausgabenerhöhende Wirkung habe, andererseits Gefahren für das aussenwirtschaftliche Gleichgewicht und die Preisstabilität beinhalte.

Heute stelle sich die vorstehend erwähnte Frage anders. Zuerst einmal fragten sich einige Länder, ob es angebracht sei, der aus einem Zahlungsbilanzüberschuss rührenden reichlichen Geldversorgung entgegenzuwirken. Diese Frage habe sich in Deutschland gestellt, und die deutschen Behörden hätten darauf geantwortet. In allgemeiner Weise müsse man die Aktionsmöglichkeiten in der Fiskal- und Haushaltspolitik sowie die Auswirkungen solcher Aktionen auf die Geldpolitik prüfen.

Hinsichtlich dieser letzten Frage schlage der Bericht einen sehr defätistischen Ton an. Mehrere Argumente seien gegen eine stärkere Stimulierung der Wirtschaft durch steuer- und haushaltspolitische Massnahmen vorgebracht worden, und man habe insbesondere gesagt, dass:

- es einerseits einen neuen Konjunkturaufschwung gebe und man bereits reichlich auf die Haushaltspolitik zurückgegriffen habe, deren Auswirkungen sich bestimmt bemerkbar machen würden,
- andererseits der Rückgriff auf zusätzliche fiskalpolitische Massnahmen entweder unwirksam oder gefährlich sein würden.

Wenn diese Argumente einzeln für sich betrachtet gültig sind, so sind sie miteinander jedoch unvereinbar:

- wenn man denke, die bereits ergriffenen steuerpolitischen Massnahmen hätten einen expansiven Effekt auf die Wirtschaft, könne man nicht die Wirksamkeit einer expansiven Steuer- und Haushaltspolitik verneinen;
- wenn man eine solche Politik als unwirksam ansehe, weil ihre Effekte durch eine entsprechende Erhöhung der Sparneigung kompensiert würden, brauche man nicht eine zu starke Geldschöpfung durch den öffentlichen Sektor zu befürchten.

Herr Lamfalussy schliesst mit der Bemerkung, dass sich hinter dem Problem der konjunkturellen Schwäche ein grundlegenderes Problem abzeichne; bei diesem Problem, das es verdiene, von der Bastiaanse-Gruppe studiert zu werden, handle es sich um die Frage, ob nicht in Anbetracht des durch den OPEC-Ueberschuss in laufender Rechnung ständig erzeugten Sparüberhangs, des tendenziellen Anstiegs der Sparquote der Haushalte und des sehr starken Rückgangs der Investitionsquote der Unternehmen Veranlassung bestehe, ständig hohe Defizite des öffentlichen Sektors aufrechtzuerhalten.

#### D. Aussprache des Ausschusses

Der Vorsitzende meint, die von Herrn Lamfalussy aufgeworfene Frage könnte von der Expertengruppe geprüft und sollte heute nicht behandelt werden.

Herr Emminger weist darauf hin, dass sich einige der von Herrn Bastiaanse und Herrn Lamfalussy gestellten Fragen in Deutschland in voller Schärfe gestellt hätten. Einerseits sei ein beträchtlicher Anstieg des DM-Kurses erfolgt, andererseits habe die Bundesbank zwischen September und Mitte Januar für DM 12 Mrd. Devisen kaufen müssen, um erratische Schwankungen des DM-Kurses zu vermeiden. Dank Markteinflüssen und der Massnahmen der deutschen Behörden hätten sich diese Interventionen jedoch nur in Höhe von DM 2 Mrd. auf die Bankenliquidität niedergeschlagen. Die Massnahmen beinhalteten zuerst einmal die Belegung der Auslandsverbindlichkeiten der Banken mit einer praktisch 100%igen Mindestreserve, eine Bestimmung, die zugleich die Anlage von DM beim deutschen Bankensystem jeder Attraktivität beraubt und eine starke Baisse der Euro-DM-Zinsen herbeigeführt hätte. Ferner habe die Bundesbank weitere Milliarden DM durch den Verkauf von Mobilisierungstiteln abgeschöpft und die öffentliche Hand hätte sich unter Ausnutzung der Zinssenkung auf dem Kapitalmarkt höher verschuldet, als dem sofortigen Bedarf entsprochen habe, wobei der Ueberschuss bei der Bundesbank sterilisiert worden sei.

Trotz des Erfolges der Massnahmen zur Absorption eines Teils der durch Kapitalzuflüsse gespeisten Bankenliquidität werde es schwierig sein, das Ziel einer Ausweitung der Zentralbankgeldmenge um 8% im Jahresdurchschnitt gegenüber 1977 zu verwirklichen, da dieses monetäre Aggregat in den letzten drei Monaten des Jahres 1977 mit einer Jahresrate von 15% gewachsen sei. Diese hohe Wachstumsrate gehe jedoch nicht nur auf die Devisenzugänge, sondern auch auf ein beschleunigtes Wachstum der Bankkredite zurück, die im letzten Vierteljahr 1977 mit einer Jahresrate von 10 1/2% zugenommen hätten. Im selben Zeitraum sei M3 um 13% expandiert, und wenn es wahr wäre, dass die Wechselkurse durch Unterschiede in den Wachstumsraten des Geldvolumens bestimmt würden, müsste sich die DM abschwächen und der Dollar befestigen.

Die Bundesbank, die kürzlich eine neue Zinssenkung erlaubt habe, gründe ihre Geldpolitik auf die Betrachtung, dass unter den augenblicklichen Umständen die Höherbewertung der DM, die die deutschen Behörden tolerieren müssten, zur Bremsung der Inflation beitrage; solange diese Situation andauere, könne die Geldpolitik expansiv sein. Auf diese Weise hätten die deutschen Behörden die Wechselkursentwicklung als neue Determinante in die Geldpolitik eingeführt.



Die von der Bundesbank zur Zeit verfolgte expansive Geldpolitik habe gewisse Ankurbelungswirkungen, sei aber bei weitem nicht in der Lage, einen Konjunkturaufschwung auszulösen. In diesem Sinne habe die Bundesbank die öffentliche Hand ermutigt, die Haushaltspolitik, die im Jahre 1977 vielleicht zu stark von der Sorge um eine Konsolidierung der öffentlichen Finanzen beherrscht worden sei, expansiv zu gestalten. So werde sich das Defizit des gesamten öffentlichen Sektors von DM 42 Mrd. im Jahre 1977 auf DM 65 Mrd. im Jahre 1978 erhöhen, wobei letztere Zahl ungefähr 5% des BSP darstelle; die Bundesbank werde alles daran setzen, dass dieses Defizit ohne Verdrängungseffekte finanziert werden könne, wobei man natürlich keine Garantie für die Stabilität der Zinssätze abgeben könne.

Hinsichtlich der Kontroverse über die Frage, ob eine konzertierte Aktion wünschenswert sei (Seiten 20 und 21 des Berichts Nr. 12), führt Herr Emminger aus, die deutschen Behörden seien bereit, dem Grundsatz Folge zu leisten, dem zufolge die Länder ohne Zahlungsbilanzschwierigkeiten ihre Inlandsnachfrage stärker als die anderen stimulieren müssten; eine solche Politik sei jedoch nur insoweit möglich, als sie nicht früher oder später einen neuen Preisauftrieb auslösen würde.

Ferner dürfe man nicht die strukturellen Probleme vergessen, die nicht durch eine Politik der globalen Ankurbelung gelöst werden könnten.

Herr Richardson führt aus, die britischen Behörden betrachteten die Formulierung von monetären Zielangaben nicht als einziges Instrument der Antiinflationpolitik; sie dächten jedoch, dass die Einhaltung der monetären Ziele einen stabilisierenden Einfluss auf die inflationären Erwartungen ausübe und eines der für die Abschwächung der Inflation notwendigen Elemente darstelle. Als im Jahre 1977 die Kapitalzuflüsse das Ziel einer Ausweitung von M3 um 9 bis 13% im Finanzjahr 1977/78 gefährdeten, hätten die britischen Behörden ihre Wechselkurspolitik geändert. Jedoch machten sich die vorher getätigten Devisenkäufe in Höhe von \$ 16 Mrd. immer noch im monetären Wachstum bemerkbar, das vorübergehend einen weiteren Stimulus durch die im Herbst verabschiedeten Steuererleichterung erhalten hätte. Als Ergebnis liege die Wachstumsrate von M3 immer noch über der Obergrenze der monetären Norm.

Ein neues Geldmengenziel werde erst definiert, nachdem der Haushaltsplan verabschiedet worden sei, wobei man die Tatsache berücksichtigen würde, dass es wünschenswert sei, mittelfristig eine stetige monetäre Expansion zu sichern, wobei jedoch vermieden würde, die kurzfristige Geldpolitik starr zu gestalten. In diesem Sinne beabsichtigten die britischen Behörden, ihr neues Ziel in Form

eines alle 6 Monate anpassbaren "rolling target" zu formulieren. Dieses System würde nicht eine grössere Laschheit bedeuten, da jede Revision gegenüber der Oeffentlichkeit gerechtfertigt werden müsse.

Die augenblickliche Geldpolitik sei nicht sehr restriktiv, während das Haushaltsdefizit sehr viel stärker als ursprünglich beabsichtigt verringert worden sei. Diese Tendenz werde sicherlich im nächsten Finanzjahr korrigiert werden, und soweit es sich bei den Massnahmen um Erleichterungen bei der Einkommensteuer handeln werde, würden sie die Einkommenspolitik effizienter gestalten.

Bezüglich der Möglichkeiten für eine konzertierte Aktion erklärt sich Herr Richardson als Anhänger eines solchen Vorgehens; die Erklärungen von Herrn Emminger hätten ihn in diesem Sinne ermutigt. Natürlich bleibe da das Problem der Instabilität des Dollars, das die Weltwirtschaftsentwicklung ernsthaft beeinträchtigen könne. In diesem Sinne müsse man sich über die kürzlich auf dem Gebiet der Interventionspolitik getroffenen Vereinbarungen freuen; diese hätten zur Beruhigung beigetragen, aber eine dauerhafte Stabilisierung könne nur dann eintreten, wenn die Vereinigten Staaten geeignete Massnahmen grundlegenderer Art, insbesondere auf dem Energiegebiet, ergreifen würden. In der Uebergangsphase sei es wichtig, dass man in Europa und Japan das Grösstmögliche tue, um die Massnahmen der amerikanischen Behörden zu unterstützen.

Herr Zijlstra erklärt zuerst, die heutige Debatte zeige, wie wohlbe-gründet seine Anregung sei, sich hinsichtlich der Berichte der Bastiaanse-Gruppe einen Monat Bedenkzeit einzuräumen. Er schlägt daher vor, die Prüfung dieses Themas im März fortzusetzen und heute die in der nächsten Sitzung zu besprechenden Aspekte zu definieren.

Bezüglich der derzeitigen niederländischen Geldpolitik führt Herr Zijlstra aus, diese Politik basiere auf dem Konzept des Liquiditätskoeffizienten der Wirtschaft (definiert als Quotient aus M2 und NSP, d.h. der Kehrwert der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes). In den Niederlanden sei dieser Koeffizient im Verlauf der Jahre 1975 und 1976 auf mehr als 40% gestiegen; dies habe auf eine höhere als für das gute Funktionieren der Wirtschaft notwendige Liquidität (zwischen 30 und 35%) hingedeutet. Aus diesem Grunde hätten sich die niederländischen Behörden vor einem Jahr zum Ziel gesetzt, einen Teil dieses Liquiditätsüberhangs abzuschöpfen und den Liquiditätskoeffizienten im Verlaufe der drei oder vier kommenden Jahre um 3 bis 4% zurückzuführen. Die mittelfristige Ausrichtung dieser Politik gestatte ihnen, die konjunkturelle Situation zu berücksichtigen und eine unwillkommene Starrheit zu vermeiden.

Im Rahmen dieser mittelfristigen Politik habe das Ziel für 1977 darin bestanden, den Liquiditätskoeffizienten von 40 auf 39% zurückzuführen; dies implizierte auf der Basis eines geschätzten NSP-Wachstums von 10% eine M2-Expansion von 7%. Die effektive Expansion dieses Aggregats sei jedoch hinter dieser Zahl zurückgeblieben, da die Zahlungsbilanz und der öffentliche Sektor wider alle Erwartung nicht zur Geldschöpfung beigetragen hatten; andererseits habe der Bankensektor die Grenzen respektiert, die unter der Annahme festgesetzt worden seien, dass die Zahlungsbilanz und die Regierung 2,5 Mrd. Gulden zur Geldschöpfung beitragen würden.

Das NSP zu Marktpreisen habe sich dagegen nur um 8% erhöht und der Liquiditätskoeffizient sei infolgedessen nur um 3/4% zurückgegangen. Die gleichzeitig eingetretene Zinssenkung beweise, dass die Annahme eines Liquiditätsüberhangs sich als richtig erwiesen habe.

Im Jahre 1978 werde die mittelfristige Politik fortgesetzt. Die Zentralbank werde prüfen, ob eine erneute Reduktion des Liquiditätskoeffizienten angebracht sei, und demnächst mit dem Bankensystem darüber verhandeln, ob eine Fortführung der Bankkreditplafondierung notwendig sei.

Bezüglich der Intervention von Herrn Emminger meint Herr Zijlstra, er bezweifle nicht die Richtigkeit, dass die Geldpolitik so lange expansiver sein könne, als die Wechselkursbewegungen einen bremsenden Einfluss auf die Inflation hätten. Eine zu grosszügige Politik beinhalte jedoch zwei Risiken. Einerseits würden es die Währungsbehörden schwer haben, einen Liquiditätsüberhang abzuschöpfen, wenn sich die Wechselkursbedingungen ändern würden; andererseits sei es schwierig, die Öffentlichkeit zu überzeugen, dass die Währungsbehörden weiterhin eine feste und keine permissive Haltung einnehmen.

Der Vorsitzende meint, die Anregung von Herrn Zijlstra sei sehr nützlich und der Ausschuss der Zentralbankpräsidenten sollte in der nächsten Sitzung auf den Bericht der Bastiaanse-Gruppe zurückkommen.

Herr Emminger möchte gerne die Kriterien kennen, welche die niederländischen Behörden zu der Vermutung eines Liquiditätsüberhangs geführt hätten; ferner möchte er wissen, was der Ursprung dieses Ueberhangs gewesen sei.

Herr Zijlstra antwortete, der Liquiditätsüberhang der Jahre 1975 und 1976 in den Niederlanden hätte aus dem bedeutenden Zahlungsbilanzüberschuss und der Geschäftstätigkeit des Bankensektors gestammt. Wenn die niederländischen Behörden einen Liquiditätskoeffizienten von 40% für zu hoch halten, so seien sie hierzu durch die mehr als zwanzigjährige Erfahrung bewogen worden, dass ein Liquiditätskoeffizient von 30-35% für das Funktionieren der Wirtschaft ausreichend sei.

Herr Richardson stellt fest, der niederländische Fall sei das Spiegelbild der Situation in Grossbritannien; dort sei die Ausdehnung des Inlandskredits gegenüber dem mit dem IWF vereinbarten Plafond ganz verschwindend klein gewesen.

Herr Hoffmeyer erklärt, die dänischen Behörden versuchten im Jahre 1978, das Zahlungsbilanzdefizit in laufender Rechnung um rund die Hälfte desjenigen aus dem Jahre 1976 zu vermindern. Zu diesem Zweck seien die Real-löhne insbesondere durch die Erhöhung der indirekten Steuern beschnitten worden. Andererseits würden die Transferzahlungen im Rahmen der Einkommenspolitik eine starke Erhöhung des Defizits der Zentralregierung nach sich ziehen, die jedoch nur buchhalterischer Natur sei. Nichtsdestoweniger, wenn man von dieser ausserordentlichen Bewegung absehe, zeige das Defizit der Zentralregierung eine ansteigende Tendenz, da das reale Wachstum der dänischen Wirtschaft schwach sein werde (+ 1% verglichen mit z.B. 3 1/2% in Deutschland).

Gemäss der Vereinbarung mit der Regierung würde das Defizit der Zentralregierung wie im vorangegangenen Jahr so weit wie möglich nicht monetär finanziert, d.h. weder durch die Zentralbank noch das Banksystem. Eine solche Politik für die Budgetfinanzierung impliziere, dass die Zinssätze auf einem hohen Niveau gehalten würden, das den Absatz von öffentlichen Schuldtiteln beim Nichtbankensektor ermögliche; dies könnte Verdrängungseffekte auf die private Kreditnachfrage haben.

Die Vereinbarung bezüglich der Finanzierung des Defizits der Zentralregierung und ihre Ausführung erkläre, warum die Zentralbank keine Geldmengenziele festsetze. Die im Bastiaanse-Bericht genannten Zahlen seien lediglich unveröffentlichte Voraussagen. Wie man ebenfalls feststellen könne, hätten die Länder mit quantitativen Zielen mehr oder weniger ihre Normen erreicht, jedoch sei dieses Resultat in hohem Masse zufallsbedingt gewesen, da sich die einzelnen Bestimmungsfaktoren stark von den ursprünglichen Vorhersagen entfernt hätten. Nichtsdestoweniger müsse man den erzieherischen Wert von quantitativen Zielen anerkennen.

Herr Hoffmeyer schliesst mit der Bemerkung, er habe mit Befriedigung die Intervention von Herrn Richardson über die Frage, ob eine konzertierte Aktion angebracht sei, gehört und hoffe, dass die in Deutschland und Grossbritannien angestrebten Raten für das reale Wachstum auch erreicht würden.

Herr Ortoli erklärt, die Prüfung des Berichts der Bastiaanse-Gruppe zeige, wie wichtig die Koordination der Geldpolitik nicht nur unter dem Blickwinkel der Wirtschafts- und Währungsunion, sondern auch im Hinblick auf einen Ausweg aus der gegenwärtigen Krise sei. Die im Ausschuss der Zentralbankpräsidenten unternommene und fortgesetzte Arbeit sei sehr nützlich; sie erlaube eine gegenseitige Information, und zugleich führe sie zu einer Ueberlegung und einem kritischen Meinungs austausch über die eingeschlagene Politik, beides ein disziplinierender Faktor.

Hinsichtlich der Arbeit im Ausschuss der Zentralbankpräsidenten erklärt sich Herr Ortoli zum Anhänger der von verschiedenen Zentralbankpräsidenten in den Dezember- und Januar-Sitzungen geäußerten Idee, eine Gruppe von Theoretikern der Geldpolitik die theoretischen Grundlagen der Geldpolitik vertiefen und die Bastiaanse-Gruppe beraten zu lassen. Diese neue Gruppe könnte die Analyse der verschiedenen in den EWG-Ländern angewandten Methoden wie z.B. den von Herrn Zijlstra soeben erwähnten mittelfristigen Ansatz weiter vorantreiben.

Es sei ferner wichtig, dass der Ausschuss der Zentralbankpräsidenten sehr häufig die Geldpolitik überprüfe, um die Probleme zu erhellen, welche die Koordinierung der Geldpolitik stelle. Diese Prüfungen sollten sich, wie Herr Zijlstra in seinem Vermerk vorgeschlagen habe, auf die Arbeiten der Bastiaanse-Gruppe stützen, deren Mandat erweitert werden solle, sowie ferner auf die Vermerke, die Herr Lamfalussy unter besonderen Umständen an den Ausschuss übermitteln würde und welche die Punkte aufzählen würden, die man nützlicherweise diskutieren könnte; in diesem Zusammenhang möchte Herr Ortoli der Kommission die Möglichkeit vorbehalten, ebenso zu verfahren.

Andererseits sei es angebracht, die Betrachtungen über die Geldpolitik über den Rahmen der Neunergemeinschaft hinaus auszudehnen, und die Kommission wünsche, an diesen Arbeiten, die im erweiterten Rahmen begonnen würden, teilzunehmen.

Herr Ortoli hält es für unabdingbar, dass die Kommission in dem Augenblick, in welchem sie dem Rat die wirtschaftlichen Endziele und die - nicht veröffentlichten - Ziele bezüglich der Haushaltspolitik vorschlage, die Ausrichtung der Geldpolitik in präziser Weise berücksichtigen könne. Er anerkennt die Schwierigkeiten technischer und institutioneller Art, welche die Festsetzung und Veröffentlichung von homogenen und quantitativen Zwischenzielen durch alle Mitgliedstaaten bereiteten, es müsse aber zumindest ein Meinungs austausch

zwischen den Zentralbanken und der Kommission über die Uebereinstimmung der Geldpolitik mit den vorgeschlagenen Endzielen stattfinden, und zwar bevor die Zentralbanken die Ausrichtung ihrer Politik festlegten.

Der Vorsitzende meint, Herrn Ortolis Bemerkungen seien sehr nützlich, sowohl für die in der Ausarbeitung von Herrn Zijlstra behandelten Verfahrensfragen wie für die Arbeiten der Stellvertreter über die Mitteilung der Kommission betreffend die Koordinierung der einzelstaatlichen Wirtschaftspolitik.

Herr de Strycker meint, die Prüfung des Berichts der Bastiaanse-Gruppe sollte sich nicht auf die Kommentare der verschiedenen Zentralbankpräsidenten über die Geldpolitik ihrer Zentralbank beschränken, sondern Anlass zu einer Debatte sein, in der die Zentralbankpräsidenten auch ihre Ansicht über die Politik der anderen Zentralbanken äussern könnten. Er teilt daher die Idee von Herrn Zijlstra, die Diskussion in der Märzsession fortzusetzen und dabei auf den Bericht der Bastiaanse-Gruppe, den Vortrag von Herrn Lamfalussy und die verschiedenen heute von den Zentralbankpräsidenten gemachten Interventionen zurückzukommen.

Der Vorsitzende stellt fest, dass der Ausschuss mit der Idee der Herren Zijlstra und de Strycker einverstanden ist.

#### IV. Analyse der 106. Folge der Arbeitsdokumente (statistische Angaben und Zusammenfassung der Ereignisse und Massnahmen in der Gemeinschaft)

Wegen der vorgerückten Stunde nimmt der Ausschuss die Analyse nicht vor.

#### V. Weitere Fragen innerhalb der Zuständigkeit des Ausschusses

##### 1. Verteilung der Kosten des Ausschussesekretariats für das Jahr 1977

Der Ausschuss billigt die Aufstellung der Kosten, die der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich für das Ausschussesekretariat entstanden sind. Gemäss Artikel 7 Absatz 5 der Ausschussgeschäftsordnung werden diese Kosten zu gleichen Teilen auf die im Ausschuss vertretenen Zentralbanken umgelegt.

Die Höhe und die Zusammensetzung der Kosten sowie die Beiträge, die gemäss dem vorstehend erwähnten Verteilungsschlüssel von den Zentralbanken zu leisten sind, gehen aus der Tabelle 1 hervor; diese Tabelle wurde als Anlage dem Vermerk beigelegt, der den Ausschussmitgliedern vor der Sitzung vorgelegt worden war.

2. Vorschläge zur Gestaltung der Diskussionen über die Geldpolitik im Ausschuss der Zentralbankpräsidenten (siehe den Vermerk von Herrn Zijlstra)

Auf Anregung der Herren Zijlstra und Lamfalussy kommt der Ausschuss überein, die von Herrn Zijlstra unterbreiteten Vorschläge während der nächsten Sitzung zu prüfen, und zwar im Rahmen der Verabschiedung der für den Rat bestimmten Stellungnahme des Ausschusses über die Mitteilung der Kommission bezüglich einer verbesserten Koordinierung der nationalen Wirtschaftspolitik.

VI. Zeit und Ort der nächsten Sitzung

Die nächste Sitzung findet am Dienstag, den 14. März 1978 um 10.00 Uhr in Basel statt. Auf Vorschlag von Herrn de Strycker kommt der Ausschuss überein, sich die Möglichkeit offenzuhalten, im Bedarfsfall die Sitzung am Nachmittag fortzusetzen, um mit der Prüfung des Berichts der Bastiaanse-Gruppe fortzufahren.

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

---

JANUAR 1978

---

Der vorliegende Bericht gibt einen Ueberblick über die Entwicklung auf den Devisenmärkten der Länder der an der Konzertation beteiligten Zentralbanken\* und über deren Interventionsgeschäfte im Januar und in den ersten Februartagen 1978.

I. ENTWICKLUNG DER WECHSELKURSE

Ohne dass es zu einer durchgreifenden Umkehr der früher beobachteten Tendenzen gekommen wäre, war die Entwicklung im Januar 1978 insbesondere in der ersten Monatshälfte sehr viel wechselhafter.

Der US-Dollar, der in den ersten Januartagen sehr schnell weiteren Boden verlor, um am 4. Januar mit DM 2,0460 in Frankfurt und SF 1,8875 in Zürich historische Tiefstkurse zu erreichen, befestigte sich spektakulär, nachdem die amerikanischen Behörden angekündigt hatten, zwischen dem Schatzamt und der Deutschen Bundesbank sei ein neues Swapabkommen abgeschlossen worden, das die bestehenden Federal Reserve Bank Linien ergänze, und dass sie zur Verhinderung erratischer Kursschwankungen ihrer Währung energischer intervenieren würden. Die Kursverbesserung des Dollars betrug zwischen 3% an zahlreichen Plätzen und 7% innerhalb eines Tages in Zürich und machte somit die Verluste der vorangegangenen Woche wieder wett.

In der Folgezeit verlor der Dollar nach und nach wieder an Boden, ohne jedoch jemals einem so starken Druck wie im vorangegangenen Zeitraum

---

\* Zentralbanken der EWG, Norwegens, Schwedens, der Schweiz, Japan, Kanadas und der Vereinigten Staaten.



ausgesetzt zu sein. Dank einer verbesserten Haltung am Monatsende schloss er auf den meisten Plätzen mit einem Kursverlust ab, der wesentlich geringer als im Vormonat war, während er an einigen anderen Plätzen sogar einen Kursgewinn erzielte.

Obwohl der Schweizer Franken sehr ausgeprägte Kursschwankungen zeigte, als sich beim Dollar die Tendenz änderte, verkehrte er weiterhin in sehr fester Haltung und hielt insbesondere seinen Kursvorsprung vor der DM. Die Schweizerische Nationalbank fuhr fort, den Kurs zu regulieren, jedoch lagen im Gegensatz zum Vormonat ihre Dollarkäufe unter den Beträgen, die sie bei der Konversion des Erlöses von SF-Anleihen Gebietsfremder abgab.

Die Rückkehr zu einem verhältnismässig ruhigen Dollarmarkt hat weitgehend zum Abbau der Spannungen innerhalb des Währungsverbunds beigetragen.

Zwar lag die DM weiterhin fast ständig an der Spitze des Währungsverbunds, wurde jedoch von der dänischen Krone eingeholt. Der belgische Franken näherte sich sichtlich der DM, obwohl die Belgische Nationalbank mit bedeutenden Käufen im Markt war und ihren Diskontsatz stufenweise senkte. Der Gulden entwickelte sich praktisch parallel zum belgischen Franken.

Die norwegische Krone blieb zwar die schwächste Verbundwährung, hat sich aber seit dem 5. Januar von ihrem unteren Interventionspunkt gegenüber der DM gelöst.

Das Pfund Sterling setzte seinen Kursanstieg fort (2,3% gegenüber dem Dollar), wobei das verbesserte soziale Klima, die Verlangsamung der Inflation in Grossbritannien und die Ankündigung der bevorstehenden Rückzahlung von \$ 1 Mrd. an den Internationalen Währungsfonds ursächlich waren. Die Verringerung der "minimum lending rate" von 7 auf 6 1/2% beeinträchtigte die gute Verfassung des Pfundes nicht.

Die italienische Lira, die beim Rücktritt der Regierung einen deutlichen Kursverlust verzeichnet hatte, erwies sich in der Folgezeit als widerstandsfähig, wobei zuerst die kräftige Stützung der Bank von Italien und sodann eine bessere Marktverfassung wirksam waren.

Die schwedische Krone wies zum Monatsbeginn einen ziemlich nervösen Kursverlauf auf, stabilisierte sich aber in der Folge. Die schwedische Reichsbank hielt ihren effektiven Wechselkurs auf einem gegenüber dem Vormonat praktisch unveränderten Niveau.

Die drei folgenden Währungen verkehrten gegenüber dem Dollar schwächer.

Der französische Franken, der in der ersten Monatshälfte noch fester tendiert hatte, schwächte sich in der Folgezeit trotz günstiger Entwicklung des Aussenhandels und der Inflationsrate deutlich ab, als wieder Unsicherheit über die politische Lage aufkam. Der von der Bank von Frankreich gebremste Kursrückgang des Frankens hielt sich jedoch in Grenzen.

Der Yen war weniger gesucht. Die Verbesserung der Handelsbeziehungen mit den Vereinigten Staaten führte beim Yen-Kurs zu einer gewissen Entspannung (minus 3/4% in New York). Die Bank von Japan intervenierte im Markt, um am Monatsanfang gelegentlich auftretende Aufriebstendenzen zu bremsen; insgesamt gesehen haben sich ihre Interventionen aber deutlich vermindert.

Der kanadische Dollar schliesslich konnte die Verbesserung vom Vormonat nicht behaupten und verschlechterte sich um 1,20% gegenüber dem US-Dollar.

## II. INTERVENTIONEN GEGEN DOLLAR

Die Interventionen der an der Konzertation beteiligten Zentralbanken gegen Dollar beliefen sich auf deutlich geringere Beträge als im Vormonat: die Käufe betragen \$ 4,7 Mrd., die Verkäufe \$ 2,6 Mrd.

Die amerikanischen Behörden stützten den Dollar in einem bemerkenswert höheren Masse. So lagen die Interventionen des Monats Januar allein über denen des gesamten Jahres 1977. Sie machten mehr als ein Drittel der Nettokäufe im Berichtsmonat aus.

Die Dollarkäufe der übrigen Zentralbanken waren gegenüber früher gleichmässiger verteilt. So trugen die Deutsche Bundesbank und die Schweizerische Nationalbank hierzu noch bei, jedoch ergab sich unter Berücksichtigung der Abgaben im Zuge des Umtausches von Anleiheerlösen für die erste Zentralbank noch ein positiver, für die zweite ein leicht negativer Saldo.

Die Bank von Japan und die Bank von England tätigten ihrerseits erneut bedeutende Käufe, die je ein Viertel des gesamten Nettobetrages ausmachten.

Die Notenbanken Kanadas, Frankreichs, Italiens und Schwedens griffen sowohl mit Käufen als auch mit Verkäufen in den Markt ein; während die

Schwedische Reichsbank mit einem beträchtlichen und die Bank von Frankreich mit einem unbedeutenderen Plus abschlossen, haben die Bank von Kanada und die Bank von Italien per saldo aus ihren Reserven geschöpft.

### III. INTERVENTIONEN IN EUROPÄISCHEN WÄHRUNGEN

Die Stützungsinterventionen in europäischen Währungen konzentrierten sich auf die allerersten Monatstage. Insgesamt beliefen sie sich auf umgerechnet ungefähr \$ 80 Mio. und bestanden hauptsächlich aus Ankäufen von norwegischen Kronen zum unteren Interventionskurs gegen DM. Ebenfalls unter Einsatz der DM, aber innerhalb der Bandbreite wurden die dänische Krone und der Gulden gestützt.

In der Folgezeit hat es die Verminderung der Spannungen innerhalb des Währungsverbunds den Partnern der Deutschen Bundesbank ermöglicht, DM im Gegenwert von \$ 300 Mio. zurückzukaufen.

Diese DM-Beträge wurden zu folgenden Zwecken verwandt:

- die Belgische Nationalbank und die Niederländische Bank führten ihre Verbindlichkeiten gegenüber dem Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit zurück,
- die Norwegische Bank verminderte ihre bilaterale Schuld,
- die Dänische Nationalbank füllte ihre Reserven wieder auf.

\* \* \*

In den ersten zehn Februartagen wies der US-Dollar einen recht uneinheitlichen Kursverlauf auf; im Endergebnis hat er sich jedoch wenig verändert. Im Währungsverbund, der sich im Durchschnitt leicht gegenüber dem US-Dollar verschlechterte (0,15%), hielten die DM und die dänische Krone abwechselnd die Spitze, wobei die letztere Währung zum Schluss schwächer tendierte. Dagegen zeigte der Gulden eine gewisse Aufwärtstendenz, und der belgische Franken konnte sich weiterhin gut behaupten. Dagegen hat sich der Abstand, der die norwegische Krone von ihren Partnerwährungen trennt, nicht verringert. Der Schweizer Franken blieb die stärkste Währung (+1% gegenüber dem Dollar innerhalb von 10 Tagen). Die italienische Lira verkehrte ebenfalls fest, wengleich der Kursgewinn (+0,4%) weniger ausgeprägt war. Der Kurs der schwedischen Krone ging etwas zurück, der des Yens und des kanadischen Dollars veränderte sich kaum.

Die Interventionen der betreffenden Zentralbanken waren insgesamt verhältnismässig unbedeutend:

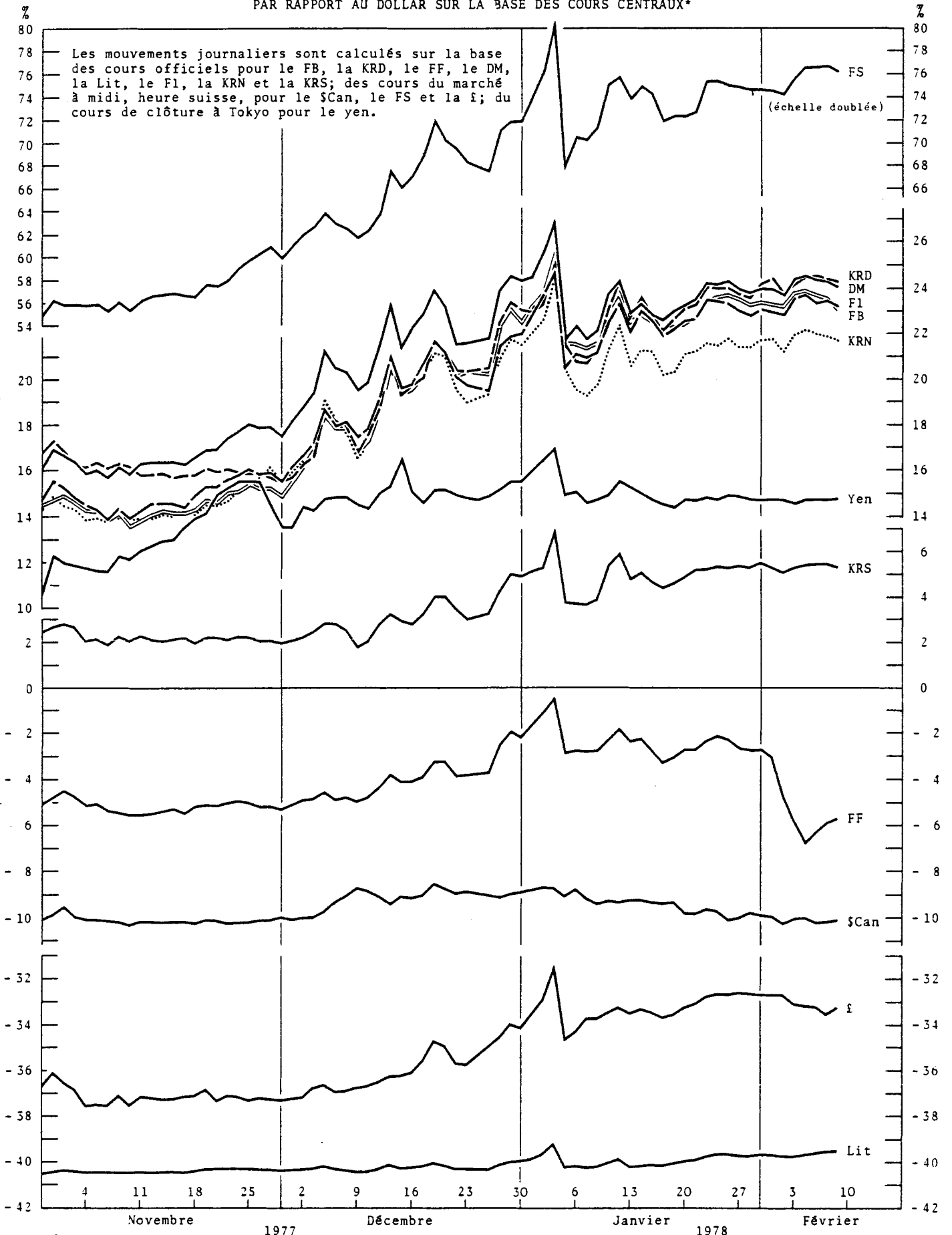
- die Dollarkäufe der Deutschen Bundesbank und der Schweizerischen Nationalbank waren in Endergebnis niedriger als die Dollarabgaben im Zuge des Umtauschs von Auslandsanleiheerlösen;
- die Belgische Nationalbank, die Bank von Norwegen und die Niederländische Bank tätigen weitere DM-Rückkäufe;
- die Bank von Italien und die Bank von Kanada intervenierten in beiden Richtungen auf ihren Märkten;
- die US-Dollar-Verkäufe der Bank von Norwegen erreichten eine recht hohe Gesamtsumme.

Der Handel in der französischen und der britischen Währung nahm einen bewegteren Verlauf.

Das Pfund Sterling erwies sich insbesondere wegen der lohnpolitischen Probleme gegenüber der Situation im Januar als unbeständiger, jedoch kam es nicht zu starken Kursschwankungen, da die Bank von England rechtzeitig intervenierte.

Der französische Franken schliesslich gab gegenüber allen Devisen stark nach (3,5% gegenüber dem Dollar und der DM, 4,5% gegenüber dem Schweizer Franken). Die Ungewissheiten bezüglich des Ausgangs der anstehenden Wahlen waren die Ursachen dieser Bewegung, welche die Bank von Frankreich durch beträchtliche Dollarverkäufe und die Erhöhung der heimischen Zinssätze aufhielt.

EVOLUTION DES MONNAIES DES BANQUES CENTRALES  
PARTICIPANT A LA CONCERTATION  
PAR RAPPORT AU DOLLAR SUR LA BASE DES COURS CENTRAUX\*



\* Effectifs, 1 dollar EU =  
FB 40,3344; FF 4,60414; F1 2,78118.

\* Théoriques, 1 dollar EU =  
KRD 7,10121; DM 2,6167; Lit 523,35;  
Yen 277,20; KRN 6,24373; KRS 4,90;  
FS 3,456. £1 = \$2,8952.

9 février 1978

Pour le dollar canadien, cours d'ouverture du marché au 19 mars 1973: 1\$Can = \$EU 1,0030.

MOUVEMENTS A L'INTERIEUR DU "SERPENT" (calculés sur la base des cours officiels)

