

Vertraulich  
Uebersetzung

PROTOKOLL\* DER 161. SITZUNG DES  
AUSSCHUSSES DER PRAESIDENTEN DER ZENTRALBANKEN  
DER MITGLIEDSTAATEN DER EUROPÄISCHEN WIRTSCHAFTSGEMEINSCHAFT  
BASEL, DIENSTAG, 8. DEZEMBER 1981, 10.00 UHR

---

Anwesend sind: der Gouverneur der Bank of England und Ausschussvorsitzende, Herr Richardson, begleitet von den Herren Loehnis und Balfour; der Gouverneur der Banque Nationale de Belgique, Herr de Strycker, begleitet von Herrn Janson; der Gouverneur der Danmarks Nationalbank, Herr Hoffmeyer, begleitet von den Herren Mikkelsen und Dalgaard; Herr Gleske, Mitglied des Direktoriums der Deutschen Bundesbank, begleitet von den Herren Rieke und Kloft; der Gouverneur der Bank von Griechenland, Herr Arsenis, begleitet von den Herren Papaefstratiou und Papanicolaou; der Gouverneur der Banque de France, Herr de la Genière, begleitet von den Herren Lefort und Waitzenegger; der Gouverneur der Central Bank of Ireland, Herr Ó Cofaigh, begleitet von Herrn Breen; der Gouverneur der Banca d'Italia, Herr Ciampi, begleitet von den Herren Sarcinelli und Magnifico; der Präsident der Nederlandsche Bank, Herr Zijlstra, begleitet von den Herren Szász und de Boer; der Generaldirektor für Wirtschaft und Finanzen bei der Kommission der Europäischen Gemeinschaften, Herr Padoa-Schioppa, begleitet von den Herren Kees und Louw; der Kommissar für die Bankenaufsicht des Grossherzogtums Luxemburg, Herr Jaans. Zugegen sind ferner die Herren Heyvaert 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 Fin.

Der Vorsitzende eröffnet die Sitzung und heisst Herrn Arsenis, den neuen Gouverneur der Bank von Griechenland, willkommen.

---

\* Endgültige, in der Sitzung vom 12. Januar 1982 gebilligte Fassung, die gegenüber dem Entwurf nur einige Aenderungen redaktioneller Art sowie die Ergänzung auf Seite 14 (Punkt V der Tagesordnung) aufweist.

I. Billigung des Protokolls der 160. Sitzung

Der Ausschuss billigt einstimmig das Protokoll der 160. Sitzung vom 10. November 1981 vorbehaltlich einiger Aenderungen redaktioneller Art, die im endgültigen Text berücksichtigt werden.

Der Vorsitzende erinnert daran, dass der Entwurf des Kurzprotokolls über die 159. Sitzung in London vom 30. Oktober 1981 den Sitzungsteilnehmern in Basel übergeben worden ist, und bittet sie, sofern sie zu diesem Entwurf Bemerkungen anzubringen haben, diese dem Sekretariat bis zum 20. Dezember 1981 zukommen zu lassen. Nachdem die bis zu diesem Datum beim Sekretariat eingegangenen Aenderungen im endgültigen Text berücksichtigt worden sind, wird das Kurzprotokoll als gebilligt angesehen.

II. Gedankenaustausch über das Funktionieren der innergemeinschaftlichen Konzertation:

- Vorlage des Berichts über die Entwicklung an den Devisenmärkten der an der Konzertation beteiligten Länder im November und in den ersten Dezembertagen 1981 durch Herrn Heyvaert;
- Verabschiedung des Ausschussberichts an die EG-Finanzminister.

Herr Heyvaert fasst kurz die wesentlichen Punkte des dem Protokoll beigefügten Berichts zusammen und kommentiert sie.

Der Vorsitzende erinnert daran, dass die "minimum lending rate" in Grossbritannien nicht mehr veröffentlicht wird, und weist darauf hin, dass die Basisrate der Banken Anfang Dezember erneut um 1/2 Prozentpunkt herabgesetzt worden ist und nunmehr 14 1/2% beträgt, nachdem sie Anfang Oktober einen Höchststand von 16% erreicht hatte.

Auf eine Bemerkung von Herrn Heyvaert erwidert Herr Gleske, die Deutsche Bundesbank werde alles tun, um zu verhindern, dass die Zinssätze am Markt im Gefolge der üblichen Jahresendspannungen anziehen und das neue Niveau des Sonderlombardsatzes, d.h. 10 1/2%, übersteigen.

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

III. Untersuchung der gegenwärtigen Geldpolitik der EG-Länder anhand

- des von der Expertengruppe unter dem Vorsitz von Herrn Raymond erstellten Berichts Nr. 19,
- der Monatsstatistiken.

A. Referat von Herrn Raymond

Herr Raymond erinnert daran, dass die Expertengruppe 1981 zwei Sonderberichte sowie zwei Berichte im Rahmen der periodischen Untersuchung der geldpolitischen Entwicklung erarbeitet hat; die im Bericht Nr. 19, dem zweiten halbjährlichen Bericht der Gruppe, enthaltenen Themen fasst er wie folgt zusammen.

1. In Kapitel I wird zunächst darauf hingewiesen, dass die geldpolitischen Ziele für das Jahr 1981 in der Regel sich an den für 1980 gesetzten orientierten und somit einen leichten Druck auf die gesamtwirtschaftlichen Ausgaben und die Preise ausüben sollten. Einige Umstände, die 1980 die Einhaltung der Zielvorgaben erleichtert hatten, traten 1981 nicht wieder auf. Die EG-Länder sahen sich im Verlauf des Jahres neuen Entwicklungen gegenüber. Der steigende Dollarkurs hat zwar bis zum Herbst den Zusammenhalt im Verbund der europäischen Währungen begünstigt, gleichzeitig jedoch eine importierte Inflation erzeugt, die durch den Anstieg und die Indexierung der Nominaleinkommen noch verstärkt wurde. Diese Höherbewertung des Dollars führte zwangsläufig zu Zinssteigerungen, die in Europa mit Verzögerung denen in den USA folgten und das Wachstum hemmten. Dabei sind unterschiedliche Reaktionen der Länder der Gemeinschaft zutage getreten; einige haben ihre Geldpolitik etwas gelockert, während andere an ihrem restriktiven geldpolitischen Kurs festhielten.

2. Kapitel II des Berichts befasst sich mit der Einhaltung der EWS-Regeln im Bereich der Wechselkurse und mit der Geldpolitik der einzelnen Länder. Nach einer langen Zeit der Ruhe mussten im EWS Paritätsänderungen vorgenommen werden, für die vor allem Unterschiede in der grundlegenden wirtschaftlichen Entwicklung und im Preisverhalten ursächlich gewesen sein dürften - Divergenzen, die sich im übrigen fortsetzen werden und neue Spannungen heraufbeschwören dürften. Die Paritätenanpassung hatte insbesondere deshalb aufgeschoben werden können, weil die relative Abschwächung der D-Mark gegenüber dem Dollar vorübergehend die Kaufkraftgewinne

der deutschen Währung gegenüber den anderen europäischen Währungen auszugleichen vermochte. Die inländische Geldmengensteuerung ist durch die Marktinterventionen der EG-Zentralbanken zumeist nicht gestört worden, da deren Auswirkungen auf die Liquidität ausnahmslos kompensiert wurden. Am stärksten traten die Störungen von aussen im Bereich der Zinsen in Erscheinung. Mehrere Länder der Gemeinschaft sahen sich gezwungen, ein positives reales Zinsniveau aufrechtzuerhalten, das sie für überhöht halten. In Frankreich beispielsweise wurde gewissermassen die starke Zinsanhebung von Mai 1981 aus konjunkturellen Gründen als nicht zweckmässig eingeschätzt.

3. In Kapitel III werden die Aussichten für 1982 dargelegt, die nicht eigentlich zu Optimismus Anlass geben. Einige günstige Faktoren sind indes zu nennen:

- Um die Jahresmitte 1982 dürfte sich eine autonome Besserung der Konjunktur einstellen.
- Mit der Neufestsetzung der Paritäten ist den Ländern, die aufgewertet haben, ein - wegen des Inflationsrisikos freilich enger - Handlungsspielraum gegeben, um das Zinsniveau im Inland etwas zu senken.

Auf der anderen Seite ist darauf hinzuweisen, dass die Zentralbanken sich gleichwohl grossen Gefahren gegenübersehen:

- Die Verschärfung der Arbeitsmarktsituation wird den Druck der Öffentlichkeit und der Regierungen zwecks Lockerung der monetären Disziplin verstärken; mehr denn je stehen die Zentralbanken im Widerstreit zwischen ihrer Währungsverantwortung einerseits und den sozialen Kosten ihrer Massnahmen andererseits.
- Es besteht die Gefahr, dass die unverändert hohen Aussenwirtschaftsdefizite weiter zunehmen, und zwar einmal unter dem Einfluss einer möglichen Konjunkturbelebung in Europa und zum anderen, bei gleicher Entwicklung in den USA, infolge eines erneuten Anstiegs der amerikanischen Zinsen, durch den der Dollarkurs neuen Auftrieb erhielte. Damit drohte ein erneuter Inflationsimport.
- Trotz der Bemühungen mehrerer Länder um eine Rückführung der öffentlichen Defizite bleibt der Erfolg hier ungewiss, während in anderen Ländern die öffentlichen Deckungslücken eher im Zunehmen begriffen sind.

Die Zentralbanken müssen ein Nachgeben in diesen Punkten zu vermeiden trachten, um über die Geldmengengrössen und die Preise nicht die Kontrolle zu verlieren. Dies rechtfertigt die Beibehaltung eines restriktiven geldpolitischen Kurses, der freilich nicht überzogen werden darf. Die monetäre Disziplin sollte in jenen Ländern, die kürzlich ihre Währungen im Rahmen des EWS abgewertet haben, strikter sein als in den anderen. Daneben aber ist es unbedingt notwendig, dass die Regierungen mit ihrer Haushaltspolitik und die Sozialpartner zu einer vorübergehenden Verlangsamung des Anstiegs der Nominaleinkommen beitragen. Nur wenn man auf diese Weise die "policy mix" verbessert, können die europäischen Länder sich die gegenüber dem Dollar entstandenen Wettbewerbsvorteile zunutze machen und ein für die Zukunftsaussichten ihrer Volkswirtschaften so notwendiges Wiedererstarben der Investitionstätigkeit sicherstellen.

#### B. Diskussion des Ausschusses

Herr de Strycker weist darauf hin, dass im Bericht Nr. 19 und in den mündlichen Ausführungen von Herrn Raymond mehrmals davon die Rede ist, in welcher unangenehmer Lage sich die Zentralbanken angesichts der Tatsache befinden, dass ihre auf Erhaltung des Geldwerts gerichtete Politik soziale Kosten hat und zumindest teilweise für die wirtschaftliche Stagnation und die hohe Arbeitslosigkeit verantwortlich gemacht wird. Die Expertengruppe deutet an, dass den Zentralbanken bei der Verteidigung der Geldwertstabilität aufgrund vorrangigerer Überlegungen mitunter Grenzen gesetzt sein können. Es handle sich hierbei um einen äusserst wichtigen Punkt, und es wäre interessant, mehr über die den Experten vorschwebenden Grenzen zu erfahren (z.B., ob sie durch das Niveau der Zinssätze oder den Stand der Arbeitslosigkeit bestimmt werden).

Herr de Strycker wirft noch eine andere Frage auf, die zwar mit Sicherheit ausserhalb der Zuständigkeit des Ausschusses liege, aber mit der ersten verknüpft sei; es handle sich um das Problem der Arbeitslosigkeit, das in den meisten Industrieländern sehr gross sei, und darum, wie es gesehen werde. In allen Ländern werde nämlich die Beschäftigungslosigkeit grösstenteils für eine vorübergehende Erscheinung gehalten, der folglich mit Unterstützungsmassnahmen begegnet werden müsse, bis das Problem definitiv zu bestehen aufgehört habe. Dauer und Ausmass der Arbeitslosigkeit

liessen indes an der Richtigkeit dieses Konzepts und dieser Hoffnung auf Lösung des Problems zweifeln und machen es notwendig, dieses Problem eingehender zu untersuchen. Es wäre sehr nützlich, eine derartige Untersuchung zur Verfügung zu haben; sie würde sicher darum bemüht sein, die eigentlichen, nichtkonjunkturellen Gründe der Arbeitslosigkeit aufzuspüren, was Auswirkungen auf die der allgemeinen Wirtschaftspolitik und der Geldpolitik hierbei zuzumessenden Rolle haben dürfte. Die Dienststellen der Kommission könnten eine solche Studie in Angriff nehmen.

Der Vorsitzende erklärt, Herr de Strycker habe eines der heikelsten Probleme angesprochen, denen unsere Gesellschaft derzeit gegenüberstehe. Es gebe in der Tat Grenzen oder Schwellen, die die Geldpolitik nicht überschreiten dürfe, doch wäre es gewagt zu behaupten, diese liessen sich genau umreissen. Immerhin sei deutlich, dass die politischen Massnahmen der jüngeren Vergangenheit bei den Preisen - gemessen an ihren Folgen für Wachstum und Beschäftigung - nur langsam Wirkung gezeitigt hätten. Hieraus erklärten sich zweifelsohne die Schwierigkeiten, die bei der Handhabung des Systems monetärer Zielgrössen aufträten, sowie die Tatsache, dass häufig in diesem System einzig die Wirkung der Verkündung der Ziele von Wert sei.

Herr Raymond nimmt nicht für sich in Anspruch, die Fragen von Herrn de Strycker beantworten zu können, und beschränkt sich auf einige kurze Bemerkungen. Die Expertengruppe habe den Nachdruck mehr auf die Notwendigkeit der Beibehaltung eines restriktiven geldpolitischen Kurses gelegt und weniger auf die Grenzen, die einem solchen Kurs gesetzt seien; eingedenk der hohen Arbeitslosigkeit und der geringen Investitionstätigkeit habe sie jedoch kein zu straffes Anziehen der geldpolitischen Zügel empfohlen. Ein zu radikaler Kurs würde zweifellos sehr rasch auf das Wachstum durchschlagen, doch würde auch ein konjunktureller Aufschwung die Beschäftigungslage nur sehr geringfügig und sehr kurzfristig bessern. Denn die Arbeitslosigkeit sei teilweise auf zahlreiche strukturelle Ursachen zurückzuführen, die die Geldpolitik nicht beseitigen könne. Ueberrascht hätte die Experten vor allem, dass - zumindest in einigen EG-Ländern - der Konflikt zwischen der Haushaltspolitik und der Einkommenspolitik einerseits und der Geldpolitik andererseits zugespitzter als sonst üblich zu sein scheine, wodurch sich die Zentralbanken in einer ziemlich schwierigen Lage befänden.

Bezugnehmend auf die letzte Bemerkung von Herrn Raymond betont Herr Ciampi, dass der Finanzierungsbedarf der öffentlichen Hand dazu angetan sei, die Effizienz der Geldpolitik zu begrenzen. Wenn das öffentliche Defizit, wie es in Italien der Fall sei, zwei Drittel der gesamten Kreditvergabe (der überwachten Grösse) für sich beanspruche, seien der Geldpolitik technische Grenzen gesetzt. Die Zentralbank müsse sich dann darauf beschränken, die vom Schatzamt zusätzlich geschaffene Liquidität abzuschöpfen. Die Notenbank sei in ihrem Handlungsspielraum auch dadurch eingeengt, dass sie danach trachten müsse, die Unternehmensinsolvenzen möglichst niedrig zu halten, denn selbst die Unternehmen mit einer gesunden finanziellen Basis seien durch die sehr hohen Realzinsen bedroht. Trotz dieser Zwänge müsse die Geldpolitik in Italien so lange restriktiv bleiben, bis das öffentliche Defizit geringer geworden sei und die Sozialpartner sich über eine Einkommenspolitik einig geworden seien.

Herr de la Genière stellt unter Bezugnahme auf die von Herrn de Strycker aufgeworfenen Fragen fest, dass die der Geldpolitik durch Arbeitslosigkeit und Lebensstandard gesetzten Grenzen von Land zu Land verschieden und vor allem in jedem Land selbst häufig kontrovers seien. Die Geldpolitik habe andere Grenzen als diese sozialen Kosten und müsse auch nicht, wenn sie ernsthaft betrieben werde, derartige Kosten nach sich ziehen. Eines dieser Hemmnisse, auf das Herr Ciampi hingewiesen habe, stelle sich ein, wenn die Haushaltspolitik sehr expansiv ausgerichtet sei. Ein weiterer, sehr reeller Zwang sei in einigen Ländern die Indexbindung der Einkommen an die Preisentwicklung oder umgekehrt.

Was den Zusammenhang zwischen der Geldpolitik und der Entwicklung der Arbeitslosenzahlen angehe, so halte er diesen für nicht sehr eng, doch wäre dies anders, wenn die Arbeitslosigkeit rein konjunkturelle bzw. konjunkturzyklische Gründe hätte. Der Trend zunehmender Unterbeschäftigung sei nämlich seit rund zehn Jahren festzustellen; man spreche häufig von einem strukturellen Phänomen, das mit der Veraltung und versäumten Umstellung zahlreicher Wirtschaftszweige und Unternehmen zu tun habe. Die Therapie für diesen Fall sei nicht sehr schwierig aufzustellen, auch wenn sie hohe Kosten verursache. Andere Probleme mehr soziologischer Art, wie die tendenzielle Zunahme der Frauenarbeit oder der Neigung, bestimmte Arten von Arbeiten abzulehnen, kämen noch hinzu. Gleichwohl ständen hinter diesen strukturellen Gründen der Inflation in Wirklichkeit immer

wieder die überhöhten realen Kosten. So seien in Frankreich die Arbeitskosten zu hoch sowohl im Vergleich zu jenen in den in rascher industrieller Entwicklung begriffenen Ländern als auch gemessen an den Kapitalkosten - unabhängig davon, wie hoch das Zinsniveau liege. Daraus ergebe sich das Problem der Wettbewerbsfähigkeit gegenüber ausländischen Konkurrenten und das Phänomen einer beschleunigten Substitution von Arbeit durch Kapital.

Herr Hoffmeyer ist der Meinung, dass das System monetärer Zielvorgaben den Vorzug habe, Teil eines Gesamtrahmens zu sein, innerhalb dessen man eine bestimmte Inflations- und Wachstumsrate akzeptiere bzw. vorsehe. Diese Ziele seien selbsttragend, und würden sie nicht erreicht, seien nicht die Währungsbehörden dafür verantwortlich, sondern es liege vielleicht an den Beziehungen zwischen den Sozialpartnern oder an politischen Schwierigkeiten. Die nichtmonetäre Finanzierung des wirtschaftlichen Aufschwungs, wie man sie in Frankreich praktiziere, sei eine perfekte Lösung; für Dänemark sei sie jedoch nicht anwendbar. Die Zentralbanken hätten gute Gründe, die Kritik der Öffentlichkeit zurückzuweisen. Der Anstieg der Arbeitslosigkeit sei ein unleugbares Phänomen des letzten Jahrzehnts, das nicht der Geldpolitik angelastet werden könne, denn die Erfahrung habe gezeigt, dass monetäre Expansion zu Inflation führe, die langfristig keine dauerhafte Beschäftigung schaffe.

Herr Padoa-Schioppa ist ebenfalls der Auffassung, dass die gegenwärtige Arbeitslosigkeit nicht konjunkturbedingt sei und dass unzureichende Ausrüstungen und überhöhte Kosten hierfür eher eine Erklärung abgäben als die schwache Nachfrage. Die Kommission stelle gegenwärtig Untersuchungen in diesem Bereich an, die in etwa einem Jahr beendet sein dürften. Da mehr Investitionen das einzige wahre Mittel zu sein scheinen, um die Beschäftigungsprobleme zu überwinden, dürfte das reale Zinsniveau nicht zu hoch sein, und auch der Verbrauch müsste geringer werden. Letzterer werde aber gerade durch die öffentlichen Defizite angeregt, weshalb die Zentralbanken nicht bereit sind, die Zinsen zu senken, weil sie sonst ein Wiederaufleben der Inflation befürchten; damit aber werde eine Wiederzunahme der Investitionstätigkeit erschwert. In Wirklichkeit drohten in den nächsten Jahren die zwei grössten Gefahren der Unabhängigkeit der Notenbanken und der Integrität des auf dem ungehinderten Warenaustausch basierenden Systems. Dem Druck der öffentlichen Meinung nachgebend, könnten sich etwa



die Regierungen einerseits veranlasst sehen, die Massnahmen der Zentralbanken mittels Zinsvergütungen oder der Ausgabe sehr kurzfristiger Wertpapiere zur Finanzierung ihres Defizits zu umgehen, und andererseits versucht sein, sich dem Protektionismus zuzuwenden.

Herr Lamfalussy weist unter Bezugnahme auf die Ausführungen von Herrn de Strycker und Herrn de la Genière zur Arbeitslosigkeit auf die in Belgien hierbei gemachten Erfahrungen hin. Bis Anfang 1980 sei der Anstieg der Arbeitslosigkeit in Belgien von einer gewissen Zunahme der Arbeitsplätze begleitet gewesen, wobei beide Entwicklungen im wesentlichen deshalb miteinander vereinbar waren, weil der Anteil der Frauen bei den Erwerbspersonen zunahm. Diese Art von Arbeitslosigkeit sei sozial und politisch eher zu akzeptieren. Seit über zwei Jahren jedoch wachse die Arbeitslosigkeit in Belgien, wie im übrigen Europa, infolge eines Abbaus von Arbeitsplätzen und aufgrund von Entlassungen. Von diesem Zeitpunkt an komme eine konjunkturelle Komponente ins Spiel (eine gewisse Lücke in der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage), und ohnehin könne diese Art von Arbeitslosigkeit, worauf sie auch immer beruhen möge, nur schwer hingenommen werden und werde politisch und sozial völlig anders gesehen.

Herr Gleske stimmt weitgehend mit den Äusserungen der Herren de Strycker, de la Genière und Hoffmeyer überein: Die Arbeitslosigkeit sei nicht das Resultat der Geldpolitik, deren Lockerung nur eine kurze Atempause gewähre, aber keine bleibenden Ergebnisse zeitigen würde. In Deutschland hielten sich die Investitionen noch relativ gut, da zahlreiche Unternehmen es offenbar für lohnend ansehen, Lohnkosten durch Kapitalkosten zu ersetzen. Es könnte daher auch die paradoxe Lage eintreten, dass ein Zinsrückgang diesen Trend zur Rationalisierung und zur Freisetzung von Arbeitskräften verstärke.

Herr Gleske stimmt mit den Schlussfolgerungen der Expertengruppe überein, dass es notwendig sei, keine Anpassung der Geldpolitik zuzulassen, die Inflation zu bekämpfen und den Anpassungsprozess zu fördern. Die Bundesbank sei in diesem Zusammenhang darum bemüht, die Sozialpartner und insbesondere die Gewerkschaften davon zu überzeugen, dass eine massvolle Lohnpolitik in ihrem Interesse und unabdingbar für eine dauerhafte Verringerung der Arbeitslosigkeit sei (Herr Pöhl habe eben aus diesem Grund dieser Sitzung fernbleiben müssen, um an einer Diskussion mit Gewerkschaftsführern teilnehmen zu können). Die nächsten Lohnverhandlungen könnten mit Ergebnissen abschliessen, die den Anpassungsprozess begünstigten.

Der Vorsitzende schliesst die Aussprache mit einem Dank an Herrn Raymond und die Expertengruppe für ihren hochinteressanten Halbjahresbericht. Er weist darauf hin, dass die Anlage 1 eine neue, klarere Gliederung erhalten habe und dass die Anlage 2 (Finanzierung der Leistungsbilanzdefizite) eine wertvolle Aktualisierung des Sonderberichts von Juni 1981 darstelle.

Der Vorsitzende endet seine Ausführungen mit einem Dank an Herrn de Strycker, dass er die Diskussion des Ausschusses so gut in Gang gebracht habe, und mit dem Hinweis, dass der Ausschuss zu gegebener Zeit auf die wichtigsten der aufgeworfenen Fragen zurückkommen sollte.

IV. Gedankenaustausch über die Zukunft des EWS nach der Tagung des Europäischen Rates vom 26. und 27. November 1981 auf der Basis der Ausarbeitung des Ausschusses der Stellvertreter mit dem Titel "Grundsatzfragen betreffend die Weiterentwicklung der ECU"

Der Vorsitzende schlägt dem Ausschuss vor, zunächst die Ausführungen von Herrn Loehnis zu der von den Stellvertretern angefertigten Ausarbeitung anzuhören, dann anzugeben, wie mit diesem Dokument weiter verfahren werden soll, und schliesslich der Frage nachzugehen, ob ein - möglicherweise mündlicher - Bericht auf der nächsten Tagung des Rates der Wirtschafts- und Finanzminister am 14. Dezember 1981 zu erstatten sei.

Herr Loehnis fasst die Hauptpunkte des Berichts zusammen, an dem die Stellvertreter mehr als ein Jahr gearbeitet haben. Zunächst wird darauf hingewiesen, dass die Endziele des EWS, also die Errichtung einer stabilen Währungszone in Europa, im wesentlichen von der Verwirklichung einer grösseren Konvergenz abhängen, was die Fortsetzung einer wirksamen und sachgerechten Politik in den einzelnen Ländern notwendig macht. In der Folge wird untersucht, in welcher Weise die Weiterentwicklung der ECU zum Erreichen dieser Endziele auf optimale Weise beitragen könnte. Die Stellvertreter sind sich in diesem Punkt nicht völlig einig, und die unterschiedlichen Auffassungen kommen in der Ausarbeitung klar zum Ausdruck. Einige Stellvertreter sind beispielsweise der Ansicht, dass eine generelle Schaffung von ECU, vor allem aber jene mittels Kredit, nur bewältigt

werden kann, wenn ein Konversionsrecht beim Europäischen Währungsfonds besteht - ein Recht, das mehr Zwang bedeutet und Disziplin voraussetzt. Andere sind der Auffassung, dass die Konvertibilität Hemmnisse errichten würde, die eine Vergemeinschaftung der Reserven erschweren würden, und halten dafür, dass die Einhaltung der für die ECU-Schaffung geltenden Regeln ausreichen sollte, um diese im Griff zu behalten.

Die Stellvertreter sind nicht im einzelnen auf die Frage eingegangen, welche Befugnisse dem EWF übertragen werden sollten; es handelt sich hierbei um eine hochpolitische Angelegenheit, die freilich für die Zentralbanken von grösstem Interesse ist, da der EWF mehrere ihrer Hauptzuständigkeiten berühren würde.

In dem Bericht werden auch andere Fragen wie die des Goldes angesprochen: Die sich aus der automatischen Anpassung an die Entwicklung des Goldpreises ergebenden Probleme könnten dadurch gelöst werden, dass man für einen längeren Zeitraum einen (innerhalb eines geschlossenen Kreislaufs) gleichbleibenden Bestand von gegen Reserveaktiva ausgegebenen ECU wählt. Die Stellvertreter haben sich auch mit der Frage des Haltens von ECU durch Drittländer beschäftigt und sind zu der Erkenntnis gelangt, dass es sich hierbei um eine längerfristige Entwicklung handelt.

Zu der Frage, welche Folge dem Bericht der Stellvertreter zu geben ist, erklärt Herr Loehnis, dass die Stellvertreter nicht vorschlagen, diese Ausarbeitung über die ECU dem Rat der Wirtschafts- und Finanzminister zu übermitteln; sie regen vielmehr eingedenk der Äusserungen von Herrn Haberer an, den Finanzministern am 14. Dezember einen kurzen mündlichen Bericht des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten zu erstatten. Die Stellvertreter haben eine Verbalnote vorbereitet, die einige Punkte des Berichts über die ECU festhält und auch das gute Funktionieren des EWS seit seiner Errichtung (unter Nennung der Gründe und auch dessen Grenzen) erwähnt.

Der Vorsitzende dankt Herrn Loehnis und erklärt, dass sich zwei Fragen stellten: Die eine betreffe den mündlichen Vortrag des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten auf der nächsten Ratstagung der Wirtschafts- und Finanzminister, wofür die Stellvertreter den Entwurf einer Note vorbereitet hätten; die andere bezöge sich auf die Weiterentwicklung der ECU, die nach Auffassung der Stellvertreter für die Endphase des EWS von grösster Wichtigkeit sei (da diese nicht unmittelbar bevorstehe, sei eine Grundsatzdebatte heute vielleicht nicht unbedingt notwendig).

Herr de la Genière beglückwünscht zunächst die Stellvertreter zu ihrer bedeutenden Arbeit, in der sie die grössten Probleme aufgezeigt hätten, die sich anlässlich des Uebergangs zur zweiten Etappe des EWS stellten. Gleichwohl seien hierzu einige Bemerkungen angebracht. Zuvörderst könne es nicht darum gehen, gegenwärtig zu den verschiedenen Lösungsmöglichkeiten Position zu beziehen, weshalb der Eindruck vermieden werden sollte, dass zwischen den Zentralbankpräsidenten in diesem Stadium Meinungsunterschiede bestünden. Es gäbe unterschiedliche Ansätze, die dann vertieft werden müssten, wenn der Uebergang zur zweiten Phase vorbereitet werde. Als zweites wäre zu sagen, dass die Stellvertreter, ohne diesen Moment abzuwarten, zu zwei wichtigen Punkten Ueberlegungen anstellen könnten. Einerseits zur Haltung und Verwendung von ECU durch Notenbanken ausserhalb der EG, andererseits zu den Befugnissen eines zukünftigen Europäischen Währungsfonds, von denen weitgehend abhinge, ob eine mehr oder weniger weitgehende Formel für die Ausstattung und Verwendung der ECU angenommen werde.

In bezug auf die nächste Sitzung des Rates der Wirtschafts- und Finanzminister unterstreicht Herr de la Genière die Notwendigkeit paralleler Formen zwischen dem Währungsausschuss und dem Ausschuss der Zentralbankpräsidenten und erklärt sich weitestgehend mit dem Entwurf der Verbalnote einverstanden. Ihr Wortlaut könnte indes wie folgt modifiziert werden. Es wäre angezeigt:

- den Hinweis auf unterschiedliche Meinungen der Gouverneure zu streichen;
- die beiden grundlegenden Probleme der institutionellen Befugnisse eines künftigen EWF und der künftigen Merkmale der ECU auf die gleiche Ebene zu stellen;
- als einen Faktor, der das Funktionieren des EWS erschwert habe, das Problem der Arbeitslosigkeit zu nennen, auf das die EG-Länder unterschiedlich reagiert hätten;
- in der Schlussbemerkung der Note anzugeben, dass der Ausschuss vorhabe, die Funktionsweise des EWS seit seiner Errichtung zu untersuchen, wobei insbesondere die zahlreicheren positiven Aspekte und weniger die negativen der drei Jahre des Bestehens des Systems herausgearbeitet werden sollten und auch Verbesserungsmöglichkeiten im technischen Bereich aufgezeigt werden könnten

(letzteres wäre sicherlich nicht unbedingt notwendig und könnte sich ohnehin nur auf eine nichtinstitutionelle Phase 1 b beziehen).

Herr Ó Cofaigh greift kurz die Bemerkung auf, die Herr de la Genière zur Arbeitslosigkeit gemacht hat; er würde wünschen, dass auf dieses Problem stärker durch den Hinweis Bezug genommen werde, dass die Arbeitslosigkeit einen Stand erreicht habe, der sie zu mehr als einem nationalen Anliegen werden lasse und eine konzertierte Aktion auf Gemeinschaftsebene rechtfertige. Ausserdem sollte auf die Bedeutung hingewiesen werden, die einer dauerhaften Stabilität der Volkswirtschaften der EG-Länder und einer grösseren Konvergenz zwischen diesen zukomme.

Herr Arsenis erklärt, er habe keine Erklärungen zu der Verbalnote abzugeben, soweit diese die Ansicht der Präsidenten der am EWS beteiligten Zentralbanken wiedergebe. Hingegen wünsche er einige allgemeine Ausführungen über das Währungssystem und dessen weitere Entwicklung zu machen. Erstens sei die seit Anbeginn zutage getretene Stabilität des EWS weitgehend auf externe Faktoren zurückzuführen, die auf die Teilnehmerländer symmetrisch gewirkt hätten. Man könne sich daher fragen, ob die Stabilität unter anderen Voraussetzungen (asymmetrische exogene Schocks oder konjunkturelle Phasenverschiebung) hätte gewährleistet werden können und in Zukunft sichergestellt werden kann. Zweitens sei ein Land, wenn sein Leistungsbilanzdefizit im wesentlichen auf einer Verschlechterung der Austauschverhältnisse (und nicht auf einem überhöhten Verbrauch im Inland) beruhe, aufgrund seiner Teilnahme am EWS gezwungen, entweder eine sehr rigorose und möglicherweise politisch untragbare Deflationspolitik zu betreiben oder Kapitaltransaktionen zu tätigen, die den Wechselkurs stützten, aber Kraft und Fähigkeiten des Landes möglicherweise überstiegen. Es stelle sich auch die allgemeinere Frage, welche Beziehungen zwischen dem EWS, seinen Finanzierungsfazilitäten und den Wachstums- und Beschäftigungszielen der einzelnen Länder bestünden. Mit anderen Worten: Wie könne das EWS den finanziellen Verpflichtungen der Länder Rechnung tragen, die tiefgreifende strukturelle Wandlungen herbeiführen müssen?

Herr Padoa-Schioppa macht zwei kurze Bemerkungen. Der Bericht über Grundsatzfragen in Zusammenhang mit der Weiterentwicklung der ECU sei weitgehend von der Sorge gekennzeichnet, dass die Entwicklung des EWS zu sehr auf eine laxe Geldpolitik zusteuern könnte. Die Zukunft des Systems müsse zweifelsohne eng mit der monetären Stabilität verknüpft

werden, doch sei ein besseres Gleichgewicht zu schaffen zwischen der ECU als einem attraktiven Reserveaktivum für die Ueberschussländer und jener ECU, die hauptsächlich die Defizitländer als Zahlungsinstrument benützen.

Zu der von Herrn de la Genière genannten Phase 1 b sei zu sagen, dass diese, auch wenn es sich hierbei nur um "kleine Schritte" handeln solle, auf die institutionelle Phase, wie sie in der Ausarbeitung der Stellvertreter über die ECU dargestellt wurde, sich hinorientieren müsse.

Herr Zijlstra erklärt, dass auch er die zwei Dokumente, den Bericht über die ECU und die Verbalnote, für nützlich halte - ebenso die Anregung, die Möglichkeiten einer Anpassung zu prüfen. Was den letzteren Aspekt angehe, sei es indes ratsam, behutsam vorzugehen und nichts Konkretes zu versprechen, denn die "kleinen Schritte" könnten für Ueberraschungen gut sein.

Der Vorsitzende zieht aus der Diskussion das folgende Fazit:

- Der Ausschuss ist sich einig, auf der nächsten Tagung der Wirtschafts- und Finanzminister eine Erklärung abzugeben, die sich am Entwurf der Verbalnote orientiert und die hier vorgebrachten Bemerkungen berücksichtigt;
- die Aeusserungen von Herrn de la Genière über das Halten und die Verwendung von ECU seitens der nicht zur EG gehörenden Zentralbanken und über die institutionellen Befugnisse des EWF sowie die Ueberlegungen von Herrn Arsenis finden nicht Eingang in die Verbalnote, sondern sollten Gegenstand späterer Arbeiten oder Diskussionen sein.

V. Weitere Fragen innerhalb der Zuständigkeit des Ausschusses:

- Gedankenaustausch über die zukünftigen Regeln und Verfahren für die Ernennung des Ausschussvorsitzenden

Der Vorsitzende führt aus, dass der Vermerk des Sekretariats vom 23. Oktober 1981 einerseits die aus dem Jahre 1972 stammenden Regeln und die augenblickliche Praxis (d.h. Ernennung des Vorsitzenden nach dem Dienstalter der Ausschussmitglieder) beschreibt, andererseits verschiedene Formeln für die Zukunft darlegt, z.B. Rotation in alphabetischer Reihenfolge

oder nach der Zeitspanne, die seit der letzten Präsidentschaft der jeweiligen Zentralbank vergangen ist, oder eine Ad-hoc-Lösung. Wenn auch die jetzige Regel der Rotation nach Dienstalter Anlass zu Interpretationsschwierigkeiten gegeben habe, so habe sie doch in den zehn Jahren ihrer Anwendung nicht an Wert verloren; überdies hätten die Zentralbankpräsidenten eine gewisse Präferenz für ein flexibles System.

Aus Zeitgründen tritt der Ausschuss nicht in eine Diskussion ein, aber der Vorsitzende stellt klar, dass die Frage anlässlich einer späteren Sitzung wieder aufgegriffen werden könne.

- Festsetzung der zukünftigen Quoten Spaniens und Portugals im kurzfristigen Währungsbeistand

Der Vorsitzende teilt den Zentralbankpräsidenten mit, dass sich der Währungsausschuss in seiner Sitzung vom 16. November 1981 mit den von der Kommission in ihrer Note vom 2. September 1981 (II/378/81) für Spanien und Portugal vorgeschlagenen Bereitstellungsplafonds im mittelfristigen Finanzierungsbeistand einverstanden erklärt hat. Der Vorsitzende schlägt folglich den Zentralbankpräsidenten vor, ihre in der Ausschusssitzung vom 10. November 1981 geschlossene Uebereinkunft zu bestätigen. Diese Uebereinkunft, die in das Protokoll dieser Sitzung aufgenommen worden ist,

- legt die Quotenbeträge der Zentralbanken von Spanien und Portugal im kurzfristigen Währungsbeistand fest, nämlich eine Schuldnerquote von ECU 725 Mio. für Spanien und von ECU 145 Mio. für Portugal sowie eine Gläubigerquote von ECU 1.450 Mio. für Spanien und von ECU 290 Mio. für Portugal,
- verweist auf die Beschränkungen, die für die Inanspruchnahme der Schuldnerallongen durch die Zentralbanken Spaniens und Portugals gelten, und zwar so lange, wie diese beide Institutionen nicht am Wechselkursverbund des EWS teilnehmen.

VI. Zeit und Ort der nächsten Sitzung

Die nächste Sitzung findet am Dienstag, dem 12. Januar 1982, um 10 Uhr in Basel statt.

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

---

NOVEMBER 1981

---

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 November und in den ersten Dezembertagen 1981.

I. ENTWICKLUNG DER WECHSELKURSE

Die Devisenmärkte waren im November im Vergleich mit dem vorangegangenen Zeitraum durch geringere Kursausschläge gekennzeichnet. Die Hauptereignisse waren:

- der starke Rückgang der US-Zinsen und die daraus folgende Abschwächung des US-Dollars gegenüber allen wichtigen Währungen;
- der nachhaltige Kursanstieg des Yen;
- die relativ feste Verfassung des Pfund Sterling.

Hauptursächlich für den starken Rückgang der US-Dollar-Zinsen war die Bestätigung einer stark rückläufigen Wirtschaftstätigkeit seitens verschiedener Wirtschaftsindikatoren. Per saldo bildete sich die Prime rate im Monat um rund 2 auf etwa  $15 \frac{3}{4}$  / 16% zurück, während der Satz für dreimonatige Eurodollareinlagen um etwas mehr als  $3 \frac{1}{2}$ % zurückging. Daraufhin senkte die Federal Reserve Bank von New York den Diskontsatz um 1 Prozentpunkt auf 13% mit Wirkung vom 2. November und hob den 2prozentigen

---

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



Zinsaufschlag später im Monat auf. Da die Zinsen der übrigen wichtigen Währungen sehr viel weniger stark zurückgingen, veränderte sich die Zinsdifferenz beträchtlich zuungunsten des US-Dollars.

Der durchschnittliche Wertverlust des US-Dollars gegenüber den EWS-Währungen betrug 2,2%, während sein Kursrückgang gegenüber dem Yen, dem Pfund Sterling und dem Schweizer Franken 8,4, 6,7 bzw. 4,7% ausmachte.

Obwohl sich im EWS-Kursgefüge zwischen einigen Währungen grössere Bewegungen ergaben, blieb der Verbund im November von Spannungen mehr oder weniger verschont. Die durchschnittliche Bandbreite zwischen der stärksten und der schwächsten Währung betrug 1,95%, und es kam zu keinen Interventionen an den bilateralen Limitkursen.

Die D-Mark war den ganzen Monat hindurch die schwächste Währung in dem seit dem Realignment von Anfang Oktober bestehenden Bewertungsgefüge. Der DM-Kurs war beeinflusst von - sich nicht erfüllenden - Erwartungen, dass eine Herabsetzung des Sonderlombardsatzes unmittelbar bevorstehe. Diese Erwartungen waren durch die schwache Konjunktur und eine bessere Leistungsbilanzposition genährt worden. Gegenüber dem US-Dollar gewann die D-Mark 2,2% an Wert, büsste aber gegenüber dem Schweizer Franken und dem Pfund Sterling 2,5 bzw. 4,5% ein.

Die dänische Krone blieb den ganzen Monat hindurch die stärkste Währung im System.

Das irische Pfund notierte die meiste Zeit über relativ fest, wobei die Zentralbank von Irland einen relativ geringen Betrag an US-Dollar erwarb.

Der holländische Gulden, begünstigt durch einen Ueberschuss in der Leistungsbilanz und Aussichten auf Erfolg bei der Inflationsbekämpfung, veränderte sich von einer Position von 0,65% unterhalb der Bandmitte am Monatsanfang zu einer Position von knapp über der Bandmitte am Monatsende. Mit fortschreitender Kursbefestigung konnte die Niederländische Bank hohe Beträge von US-Dollar und D-Mark erwerben.

Der französische Franken war den ganzen Monat hindurch die zweitstärkste Währung im Wechselkursverbund, wobei er allerdings vor allem im ersten Monatsdrittel weniger fest notierte als im Oktober.

Der belgische Franken schwächte sich per saldo ab, als sich Befürchtungen in bezug auf die politische Lage und die wirtschaftliche Zukunft des Landes erneut Geltung zu verschaffen begannen. Diese schwächere

Tendenz trat auf, obwohl die Nationalbank ziemlich umfangreiche Stützungsinterventionen vornahm und - als Folge von Kreditaufnahmen halböffentlicher Institutionen im Ausland - hohe Devisenbeträge direkt am Markt veräußert wurden.

Die Bank von Italien intervenierte mit erheblichen Dollarabgaben zur Stützung einer sich abschwächenden italienischen Lira.

Das Pfund Sterling notierte recht fest, was im Anstieg seines effektiven Wechselkurses um 3,3% zum Ausdruck kam. Gegenüber dem US-Dollar verbesserte sich die britische Währung um 6,7% und gegenüber den EWS-Währungen um durchschnittlich 4,5%. Die feste Verfassung des Pfundes beruhte vor allem auf der günstigeren Zinsdifferenz zum US-Dollar und der ungebrochenen Entschlossenheit der britischen Regierung, den Preisauftrieb zu brechen.

Die griechische Drachme zeigte sich gegenüber den EWS-Währungen stabil, während sie sich gegenüber dem US-Dollar um 2,2% verbesserte.

Der Schweizer Franken notierte bei zeitweise recht starken Kursausschlägen sehr fest, was hauptsächlich Ausdruck der restriktiven Geldpolitik war. Per saldo verbesserte er sich gegenüber den EWS-Währungen um durchschnittlich 2,5% und gegenüber dem US-Dollar um 4,7%.

Der Yen erzielte im Monat gegenüber allen anderen Währungen starke Kursgewinne, wobei sich sein gewogener Aussenwert um 9,6% erhöhte. Gegenüber dem US-Dollar gewann er 8 1/2% und erreichte den höchsten Stand seit Anfang Mai 1981. Die Höherbewertung des Yen beruhte auf einer Verringerung des ihn begünstigenden Zinsgefälles zum US-Dollar und auf dem wachsenden Aussenhandelsüberschuss.

Die schwedische Krone schwächte sich auf effektiver Kursbasis um 0,3% ab, obwohl die Zentralbank erhebliche Dollarverkäufe tätigte. Die norwegische Krone zeigte sich in recht fester Verfassung und gewann gegenüber dem US-Dollar 4,4% und gegenüber den EWS-Währungen 1,7%; auf effektiver Kursbasis ergab sich ein Kursanstieg von ungefähr 2%.

Der kanadische Dollar festigte sich gegenüber dem US-Dollar um 2% und notierte am Monatsende mit US-\$ 0,85. Die kanadische Währung wurde durch ein starkes Zinsgefälle begünstigt; ausserdem kam es in beträchtlichem Umfang zur Konversion des Erlöses von Kreditaufnahmen, die kanadische Gebietsansässige im Ausland getätigt hatten. Darüber hinaus wurde der am 12. November vorgelegte Bundeshaushalt als verhältnismässig restriktiv

angesehen, was der positiven Einstellung zum kanadischen Dollar Auftrieb gab.

## II. INTERVENTIONEN IN US-DOLLAR

Im November saldierten sich die Interventionen in US-Dollar zu Nettokäufen in Höhe von \$ 0,9 Mrd. Die Bruttokäufe betragen \$ 3,9 Mrd. und die Bruttoabgaben \$ 3,0 Mrd., verglichen mit \$ 2,5 bzw. 4,7 Mrd. im Oktober. Die bei weitem grössten Käufe tätigte die Bank von Kanada. Auch die Niederländische Bank und die Schweizerische Nationalbank nahmen in grösserem Umfang Käufe vor. Die grössten Nettoabgaben entfielen auf die Bank von Italien und die Schwedische Reichsbank. Die Deutsche Bundesbank und die Bank von England intervenierten in beiden Richtungen mit grösseren Beträgen, erwarben indes beide per saldo Dollar.

## III. INTERVENTIONEN IN GEMEINSCHAFTSWAEHRUNGEN

Die Interventionen in Gemeinschaftswährungen beliefen sich umgerechnet auf US-\$ 0,7 Mrd. Zu über 80% bestanden diese Interventionen aus DM-Käufen gegen holländische Gulden und französische Franken, wovon ein Teil zur Rückzahlung von Schulden gegenüber dem EFWZ diente. Der Rest entfiel auf DM-Käufe gegen Pfund Sterling und Schweizer Franken. Sämtliche Interventionen der im EWS zusammengeschlossenen Länder fanden innerhalb der Bandbreiten statt.

\* \* \*

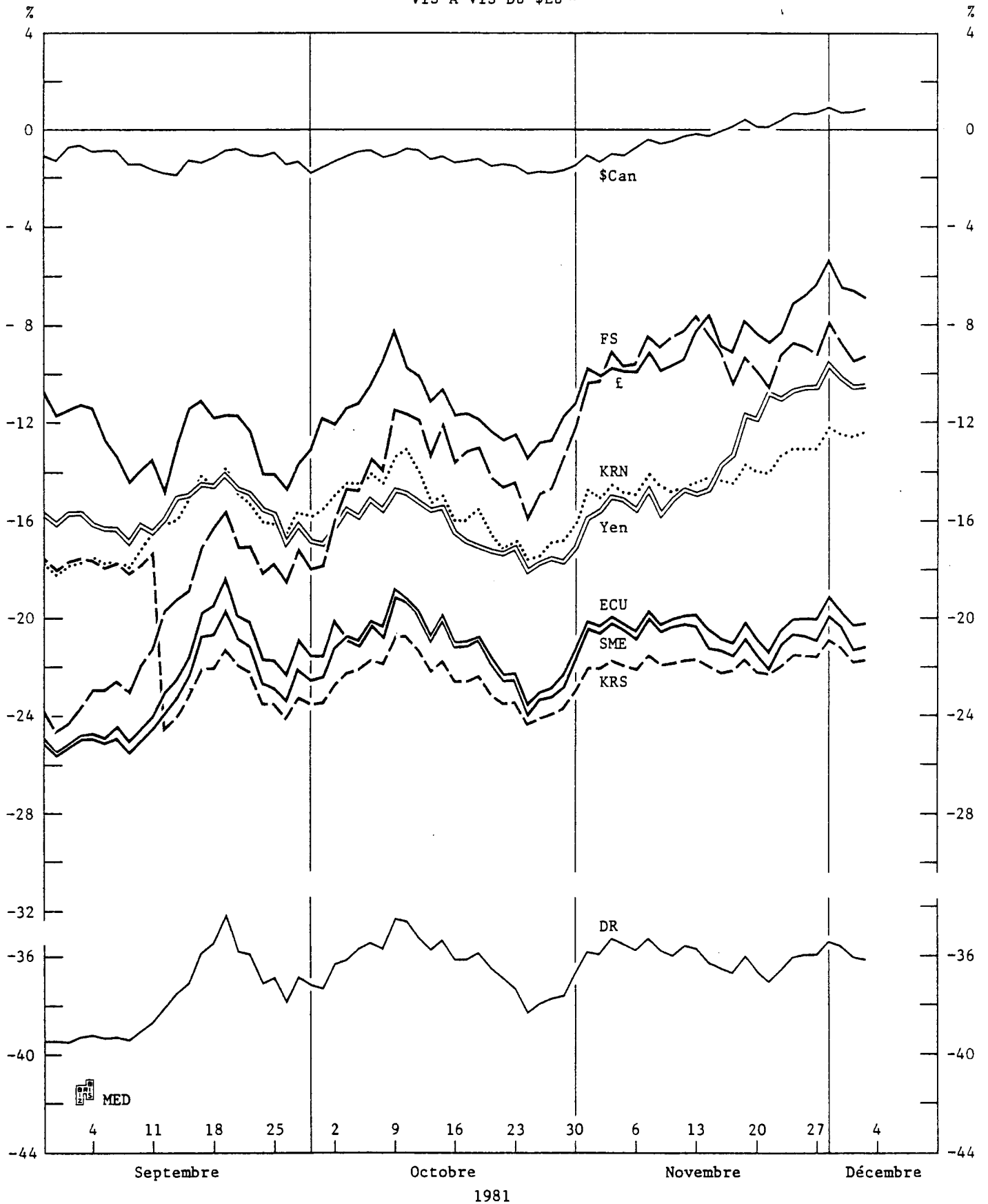
Während der ersten Dezembertage stieg das US-Zinsniveau leicht an, als sich die Märkte die Frage zu stellen begannen, wie hoch der Spielraum für einen weiteren Rückgang der kurzfristigen Zinsen in nächster Zukunft sei. Folglich verbesserte sich der US-Dollar gegenüber allen anderen Währungen, bis die Zentralbank am Donnerstag, dem 3. Dezember, eine weitere Senkung des Diskontsatzes bekanntgab. Per saldo verbesserte sich der Dollar um fast 1% gegenüber dem englischen Pfund und um durchschnittlich 1,1% gegenüber den EWS-Währungen.

Die auffälligste Entwicklung im Europäischen Währungssystem war die starke Abschwächung des belgischen Frankens, der mehrmals seinen unteren Interventionspunkt gegen die dänische Krone erreichte. Wegen des Abwertungsdrucks auf der belgischen Währung hat das Kursband seit dem 2. Dezember nahezu seine maximal zulässige Ausdehnung erreicht.

Die Deutsche Bundesbank senkte mit Wirkung vom 4. Dezember ihren Sonderlombardsatz von 11 auf 10 1/2%. Am selben Tag verringerte die Niederländische Bank den Zinsaufschlag für Kredite an Banken, die deren normale Kreditkontingente übersteigen, von 1 auf 1/2%. Der Schweizer Franken notierte etwas leichter gegenüber dem US-Dollar und den EWS-Währungen. Die Schweizerische Nationalbank senkte mit Wirkung vom 4. Dezember den Lombardsatz um 1/2 auf 7%.

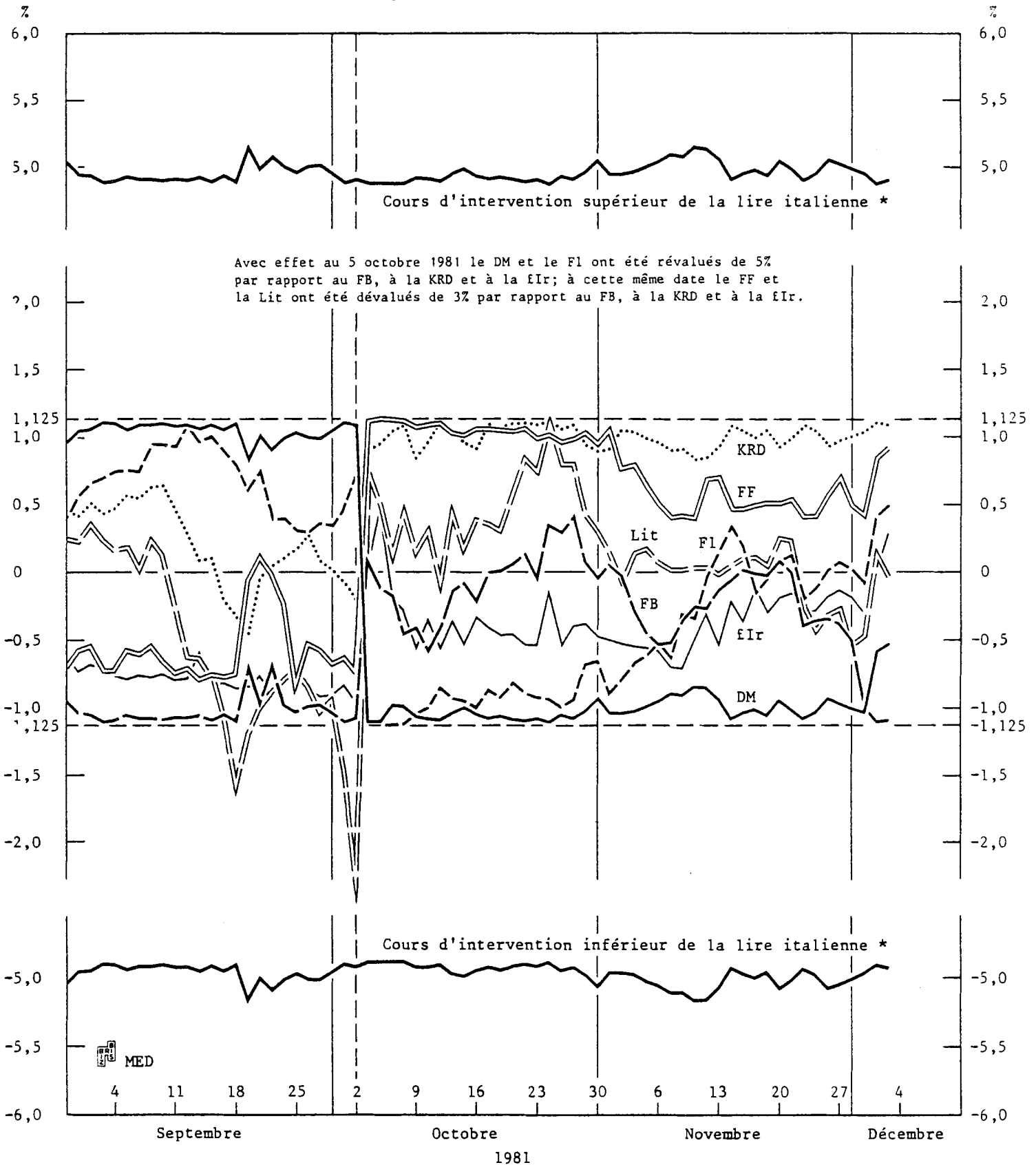
Die Interventionen in US-Dollar beliefen sich netto auf Verkäufe von \$ 0,8 Mrd. Als aktivster Verkäufer trat die Deutsche Bundesbank auf. Die Interventionen in EWS-Währungen beliefen sich auf insgesamt \$ 0,1 Mrd. und wurden sämtlich intramarginal getätigt.

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



\* ECU 1,37773; £ 0,48040; \$Can 1,18652; FS 1,6215; Yen 193,30; KRS 4,2850; KRN 4,9910; DR 36,0500; cours médian des monnaies participant au SME 1,3806. Le cours médian des monnaies participant au SME représente la moyenne journalière des cours des deux monnaies à marge de fluctuation de 2,25%, exprimés en dollar EU, qui se sont éloignés le plus de leurs cours pivots bilatéraux actuels.

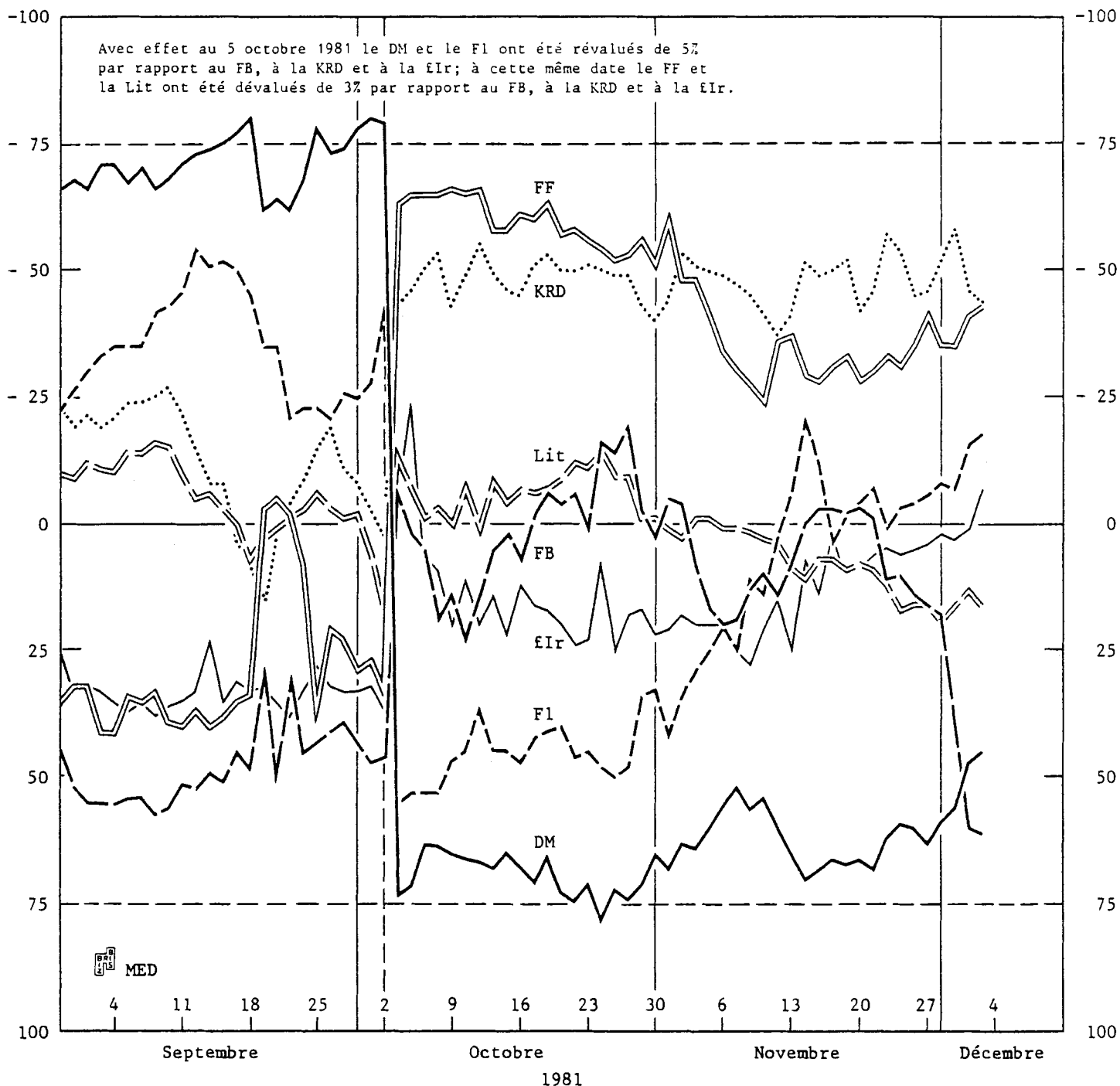
MOUVEMENTS A L'INTERIEUR DE LA GRILLE DE PARITES DU SME  
 CALCULES SUR LA BASE DES COURS OFFICIELS DE L'ECU DANS LES  
 DIFFERENTES MONNAIES PARTICIPANTES



\* 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  $\pm 2,25\%$ .

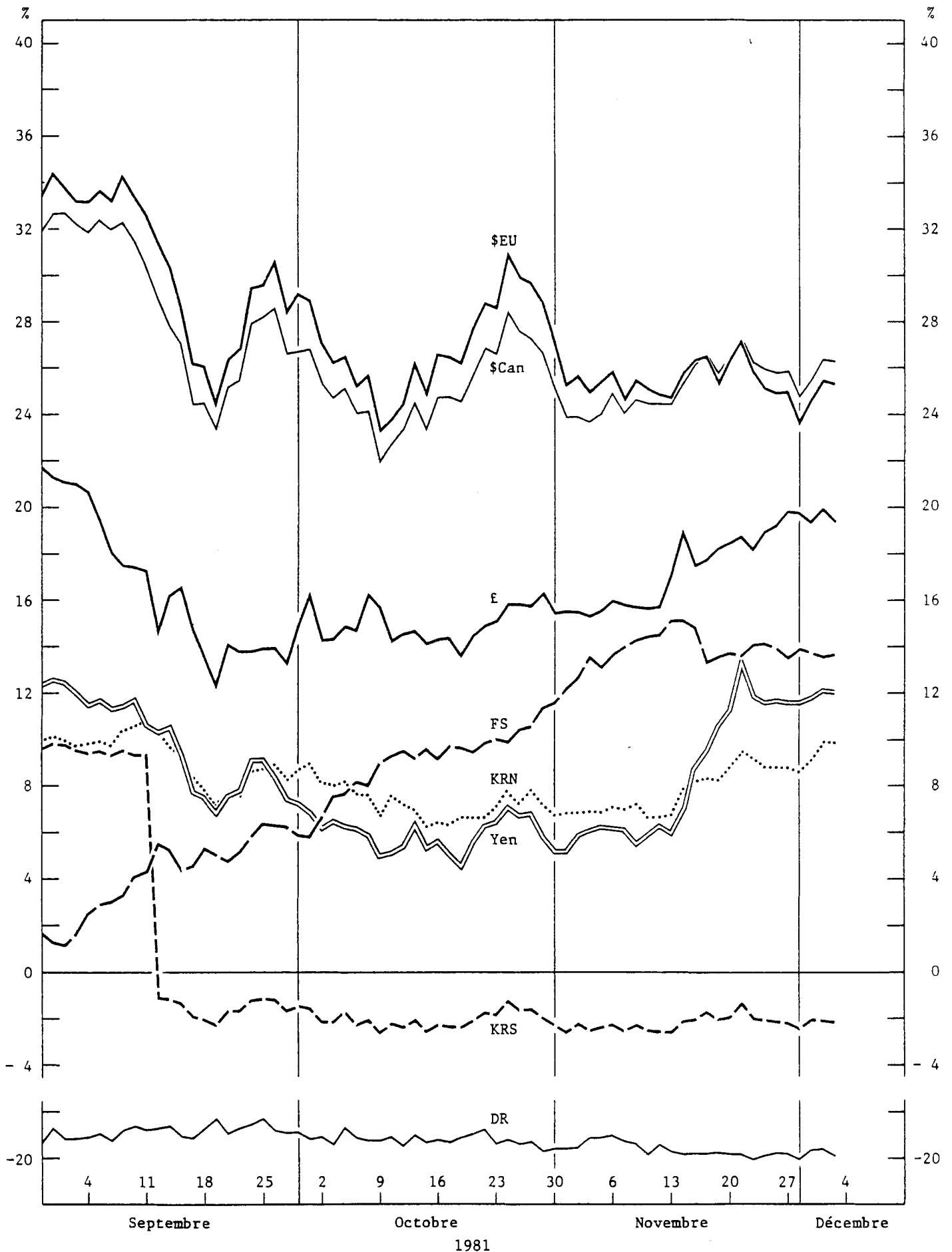
3 décembre 1981

## 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  $\pm 100$ , le seuil de divergence étant  $\pm 75$ . 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 ET DES MONNAIES TIERCES DES BANQUES  
CENTRALES PARTICIPANT A LA CONCERTATION PAR RAPPORT A L'ECU  
SUR LA BASE DES COURS DU MARCHÉ RELEVÉS LE 28 DECEMBRE 1978 \*



\* £ 0,677119; \$EU 1,37773; \$Can 1,63377; FS 2,23280; Yen 266,00; KRS 5,88910; KRN 6,88210; DR 49,6672.