

1. 1. 1.

Vertraulich  
Uebersetzung

PROTOKOLL DER 186. SITZUNG DES  
AUSSCHUSSES DER PRAESIDENTEN DER ZENTRALBANKEN \*  
DER MITGLIEDSTAATEN DER EUROPÄISCHEN WIRTSCHAFTSGEMEINSCHAFT  
BASEL, DIENSTAG, 15. Mai 1984, 10.00 UHR

---

Anwesend sind: der Gouverneur der Central Bank of Ireland und Ausschussvorsitzende, Herr Ó Cofaigh, begleitet von den Herren Breen, Reynolds und Charleton; 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, Rieke und Kloft; der Gouverneur der Bank von Griechenland, Herr Chalikias, begleitet von den Herren Papademos und Papanicolaou; der Gouverneur der Banque de France, Herr de la Genière, begleitet von den Herren Lefort und Waitzenegger; der Gouverneur der Banca d'Italia, Herr Ciampi, begleitet von Herrn Dini; der Präsident der Nederlandsche Bank, Herr Duisenberg, begleitet von den Herren Szász, de Boer und de Beaufort Wijnholds; der Gouverneur der Bank of England, Herr Leigh-Pemberton, begleitet von den Herren Loehnis und Balfour; der Generaldirektor für Wirtschaft und Finanzen der Kommission der Europäischen Gemeinschaften, Herr Russo, begleitet von Herrn Louw; Herr Kees, Sekretär des Währungsausschusses; Herr Jaans, Generaldirektor des Luxemburgischen Währungsinstituts. Zugegen sind ferner die Herren Dalgaard und Raymond, Vorsitzende der Expertengruppen. Ebenfalls anwesend sind der Generalsekretär des Ausschusses, Herr Morelli, und sein Beigeordneter, Herr Bascoul, sowie die Herren Scheller und Mortby und die Herren Lamfalussy und Dagassan.

---

\* Endgültige, in der Sitzung vom 10. Juli 1984 gebilligte Fassung, die gegenüber dem Entwurf nur einige Aenderungen redaktioneller Art aufweist.

I. Billigung des Protokolls der 185. Sitzung

Der Ausschuss billigt einstimmig das Protokoll der 185. Sitzung vom 9. April 1984, vorbehaltlich einiger Aenderungen redaktioneller Art, die im endgültigen Text berücksichtigt werden.

II. Gedankenaustausch über das Funktionieren der innergemeinschaftlichen Konzertation

- Vorlage des Berichts über die Entwicklung auf den Devisenmärkten der an der Konzertation teilnehmenden Länder im April und während der ersten beiden Maiwochen 1984 durch Herrn Dalgaard;
- Verabschiedung des Ausschussberichts an die EG-Finanzminister.

Herr Dalgaard kommentiert kurz den dem Protokoll beigefügten Bericht.

A. Referat von Herrn Breen

Der Ausschuss der Stellvertreter hat keine besonderen Bemerkungen zum Bericht über den Zeitraum von April und den ersten beiden Maiwochen. Er hat jedoch vermerkt, dass die Zentralbanken ihre beträchtlichen Dollarverkäufe wieder aufgenommen haben, die zumindest zeitweise den Kursanstieg der amerikanischen Währung bremsen konnten. Die monetären Faktoren, die zu diesem Kursanstieg beitragen - Erhöhung der amerikanischen Zinssätze, verbunden mit der Erwartung, dass diese Zinssätze auf einem hohen Niveau stehenbleiben würden oder sogar noch weiter ansteigen könnten -, lassen jedoch vermuten, dass die Interventionen nur eine begrenzte Wirkung ausüben können. Unter diesen Umständen bleibt die Frage offen, ob die Zinspolitik in den EG-Ländern angepasst werden sollte, insbesondere wenn es als wünschenswert betrachtet wird, das Vordringen des Dollars zu begrenzen oder sogar rückgängig zu machen.

B. Diskussion des Ausschusses

Herr Pöhl macht einige Angaben zu den Auswirkungen der kürzlichen Zinssatzerhöhungen auf die deutschen Zinssätze. Das Zinsgefälle zwischen den Vereinigten Staaten und Deutschland habe sich seit Jahresbeginn erheblich verschärft; z.B. betragen die Sätze am Geldmarkt 11% für die "Federal Funds" bzw. 5,5% für Lombardkredite und auf dem Kapitalmarkt

13,6 bzw. 8%. Dieses Auseinanderklaffen habe jedoch bisher die Relation Dollar/D-Mark nicht entscheidend beeinflusst; letztere konnte sich sogar ein wenig festigen. Wenn aber der Anstieg der amerikanischen Zinssätze weiterginge - was viele Beobachter fürchten -, würde es in Deutschland immer schwieriger, die Zinssätze auf dem jetzigen, relativ niedrigen Niveau zu halten. Einige Anzeichen für einen Zinsanstieg seien im übrigen schon im langfristigen Bereich beobachtet worden. Die amerikanischen Sätze schienen jedoch Gegenstand von Uebertreibungen zu sein, vor allem wenn man die gegenwärtige Inflationsrate berücksichtige.

Herr de la Genière zeigt einige Elemente der Entwicklung in Frankreich auf. Der französische Franken sei seit Februar ziemlich stark, und die Banque de France habe dies benutzt, um ihre Reserven neu zu bilden. Da jedoch die Leistungsbilanz defizitär bleibe (ca. FF - 15 Mio. im ersten Quartal 1984), widerspiegeln die Devisenkäufe die kurzfristigen Kapitalbewegungen; die langfristigen Kapitalbewegungen seien in Frankreich im allgemeinen ausgeglichen. Dieser Zustrom von "hot money" sei auf das Zinsgefälle zurückzuführen, das gegenüber der D-Mark beträchtlich sei, nämlich ca. 5 bis 6 Prozentpunkte, und etwas schwächer, in der Größenordnung von 2 Punkten, gegenüber dem Dollar. Anfang Mai konnte die Banque de France daher ihren Interventionssatz auf dem Geldmarkt leicht reduzieren, von 12 auf 11 3/4%. Wenn die Zinssätze im Ausland, vor allem in den Vereinigten Staaten und dadurch indirekt in Deutschland, anzögen, wäre es selbstverständlich schwierig, die sich in Frankreich abzeichnende sinkende Tendenz aufrechtzuerhalten. Die zur Zeit sehr restriktive französische Wirtschaftspolitik zielt auf die Schaffung eines Wachstumsgefälles ab, das die Ausgleichung der Handelsbilanz erleichtern soll. Wenn es im Ausland zu einer spürbaren und anhaltenden Zinserhöhung käme, könnte diese negative Auswirkungen auf das Wachstum der interessierten Länder haben und würde so das in Frankreich unterhaltene Wachstumsgefälle vermindern. In einem solchen Fall wären die französischen Behörden gezwungen, entweder die sich daraus für die Zahlungsbilanz und den Franken ergebenden Folgen hinzunehmen oder ihre Politik noch ein wenig restriktiver zu gestalten; nun steige die Arbeitslosigkeit zur Zeit stark an und führe zu politischen und sozialen Spannungen, die überdies noch durch die Restrukturierungsbemühungen in einigen Wirtschaftszweigen geschürt würden. Auf dem Gebiet der Preise sei die Desinflation im Gang (der Jahressatz sei von 9,5% Ende 1983 auf 8,5% im März zurückgeführt worden) und sollte vor allem dank der Desindexierung der Löhne weitergeführt werden können.

Herr Ciampi ruft in Erinnerung, dass der Diskontsatz in Italien Anfang Mai um 1/2 Prozentpunkt gesenkt wurde. Diese Massnahme habe sich an eine Reduzierung um 1 Prozentpunkt im Februar angeschlossen und bestätige die rückläufige Tendenz der Zinssätze, die sich auf dem Geld- und dem Kapitalmarkt seit dem Herbst 1983 entwickelt habe. Im gleichen Zeitraum sei auch die Inflation zurückgegangen, und die Jahresrate sei von 16 auf 12% im April 1984 zurückgeführt worden. Diese Senkungen des offiziellen Zinssatzes widerspiegeln auch eine Politik der Flexibilität, wie sie vor einem Jahr eingeführt worden sei, als mit der Abschaffung des Kreditplafonds beschlossen wurde, zur Erreichung der Zielvorgaben beim Inlandskredit vermehrt von den Instrumenten der indirekten Regulierung Gebrauch zu machen.

Herr Leigh-Pemberton erklärt, dass die kürzliche Erhöhung um 1/2 Prozentpunkt des Basiszinssatzes der britischen Banken ein gewisses Klima aufzeige, das sich auf dem Londoner Markt entwickelt habe und dem die Behörden nur mit Mühe entgegenwirken könnten; dieses sei vor allem auf die Attraktivität der amerikanischen Zinssätze zurückzuführen. Es müsse darauf hingewiesen werden, dass die Entwicklung des Pfund Sterling zufriedenstellend sei - seit der Sitzung des Ausschusses vom April habe es gegenüber dem Dollar weniger an Wert eingebüsst als andere Währungen -, aber dass der Markt die jüngsten Zahlen über die Entwicklung der Geldmengenaggregate, obwohl sie ziemlich befriedigend waren, nicht sehr günstig beurteilt habe. Die britischen Währungsbehörden seien der Meinung gewesen, dass die leichte Erhöhung der Zinssätze durch die Handelsbanken dem wirtschaftlichen Aufschwung nicht schaden sollte.

Herr Duisenberg weist darauf hin, dass die meisten Wirtschaftsindikatoren in den Niederlanden nach oben strebten und dass das reale Bruttosozialprodukt im Jahre 1984 von 2,5 auf 3% steigen sollte. Die Massnahmen zur Kontrolle der Staatsfinanzen verzeichneten Erfolge: Zum ersten Mal seit sechs Jahren werden das staatliche Defizit um 1% des Volkseinkommens und die öffentlichen Ausgaben um 2% gesenkt. Die Unternehmen können wieder Gewinne erzielen, und der Anteil des Arbeitsertrags im Volkseinkommen werde um etwa drei Punkte zurückgehen. Die Arbeitslosenquote bleibe sehr hoch, ungefähr 18% der aktiven Bevölkerung, aber sie sei in den letzten Monaten nicht mehr angestiegen; der Kampf gegen die Arbeitslosigkeit werde dadurch erschwert, dass das Angebot an Arbeitskräften schneller zunehme (1 1/2 Prozentpunkte pro Jahr) als in den anderen europäischen Ländern. Die Inflation verzeichnete seit März einen leichten

Anstieg, und die Jahresrate liege zur Zeit um 3,5%. Diese Zahl, die den Vorhersagen von 3% für das ganze Jahr gegenübergestellt werden müsse, widerspiegele vielleicht eine seit Februar angewendete Erhöhung der Steuern und Taxen. Der Trend zur Beschleunigung des monetären Wachstums, der im zweiten Halbjahr 1983 beobachtet worden sei, habe sich im Februar glücklicherweise wieder umgekehrt. Die Nederlandsche Bank musste daher keine Massnahmen ergreifen; sie wäre jedoch dazu bereit, wenn das Geldmen- genwachstum wieder mit der gleichen Geschwindigkeit wie letztes Jahr erfolgte.

Der Vorsitzende bemerkt, dass zwischen den Punkten II und III der Tagesordnung eine gewisse Ueberschneidung besteht und dass man überdies auf die Diskussionen von Rambouillet, die einige dieser Fragen einschlossen, unter "Diverses" zurückkommen wird.

Der Vorsitzende fügt hinzu, dass in Irland die Marktzinssätze hoch geblieben seien, aber sie seien seit etwa acht Monaten stabil und zeigten sogar eine leicht rückläufige Tendenz, was der Zentralbank Gelegen- heit geben könnte, ihren Leitzinssatz um 1/2 Prozentpunkt zu senken. Die Inflationsrate sinke ebenfalls, und der Jahressatz, der Ende 1983 10% betrug, könnte nach offiziellen Vorhersagen im Jahre 1984 auf 7% herunter- gebracht werden.

III. Prüfung der gegenwärtigen Geldpolitik der EG-Länder gestützt auf:

- den Bericht Nr. 24 der Expertengruppe unter dem Vorsitz von Herrn Raymond
- die Monatsstatistiken

A. Referat von Herrn Raymond

Die Darstellung des Berichts Nr. 24 wurde aus verschiedenen Gründen gegenüber den vorhergehenden Berichten leicht abgeändert.

- Ein erster Grund rührt von der Kontinuität der wirtschaftlichen Entwicklung im Berichtszeitraum der zwei aufeinanderfolgenden halbjährlichen Berichte her. Diese Entwicklung enthält unbestreitbar günstige Elemente: eine Verbesserung des gesamten Wirtschaftswachstums, eine bedingte Normali- sierung der Leistungsbilanz, eine höhere Flexibilität der Realeinkommen und einen gewissen Rückgang der Inflation. So war es möglich, alles das Umfeld der Geldpolitik Betreffende in einem einzigen Kapitel zusammenzu- fassen, nämlich dem Kapitel I.

- Ein zweiter Grund ist die offenbar grösser gewordene Schwierigkeit, den Grad der Strenge der in den Mitgliedstaaten jeweils angewandten Geldpolitik zu deuten; Kapitel II, das dieses Thema behandelt, ist daher auch ausführlicher als gewöhnlich. Es analysiert einige Quellen von Unsicherheit. Die einen sind Elemente, die sich vorübergehend für die Entwicklung des Geld- und Kapitalmarkts als günstig erweisen und zu Umschichtungen zwischen den Geldbeständen und der Finanzaktiva führten. In einigen Ländern war dies das Ergebnis der finanziellen Innovation, in anderen der Entwicklung der Zinssätze und der diesbezüglichen Erwartungen. Andere Unsicherheitsfaktoren liegen in der Konjunktur oder der Beschleunigung des Wachstums, die normalerweise zu einer vorübergehenden Reduktion der Liquidität einer Volkswirtschaft führt. Die Schlussfolgerung dieses Kapitels besteht zusammengefasst darin, dass zwar die negativen Entwicklungen, die im Bericht Nr. 23 für das erste Halbjahr 1983 vermerkt worden waren, im letzten Teil des Jahres wieder korrigiert wurden, dass aber die gegenwärtige Geldpolitik nicht sehr straff und in einigen Ländern mit weiterhin bestehenden grossen Schwachstellen sogar ungenügend ist.

- Ein dritter Grund für den veränderten Aufbau des Berichts war der Wunsch der Experten, im Kapitel III ausführlichere und vielleicht auch provokativere Schlussfolgerungen als sonst zu entwickeln.

Gerade in diesem Zusammenhang hat die Gruppe das Andauern von gewissen Ungleichgewichten, das von der Verbesserung des Gesamtergebnisses nicht verschleiert werden darf, hervorgehoben. Dies ist ganz allgemein bei der Finanzpolitik der Fall, wo die 1983 erzielten Fortschritte gleich Null oder enttäuschend waren, und in einigen Ländern bei der Inflation und beim Zahlungsbilanzdefizit. Schliesslich besteht überall der Eindruck, dass die Umsätze der Unternehmungen immer noch zu niedrig sind und sich nicht schnell genug neu bilden. Die Gruppe befürchtet ein gewisses Nachlassen bei den unternommenen Anstrengungen, und die für 1984 angekündigten Fortschritte (s. insbesondere Tabelle 1) sind in einigen Bereichen bescheiden: Mehrere Länder mit immer noch einem beträchtlichen Defizit in der Leistungsbilanz werden diese 1984 nicht sonderlich verbessern, und in einigen Ländern bleiben die Inflationsraten, obwohl rückläufig, hoch.

Und doch schafft die Entwicklung der Exporte zum gegenwärtigen Zeitpunkt ein günstigeres Klima für eine Verstärkung der Anpassungsmassnahmen, wo solche noch nötig sind. Die Experten haben den Eindruck, dass das Ziel jetzt weniger weit entfernt und weniger schwer zu erreichen ist als während der letzten Jahre und dass man von der jetzigen Atempause

profitieren müsste, um es zu erreichen, und nicht bis zur nächsten Rezession in den Vereinigten Staaten warten sollte.

Auf diesen Grundlagen empfiehlt die Gruppe die Beibehaltung der Geldpolitik in ihrer jetzigen restriktiven oder strengen Form in den am besten platzierten Ländern und eine Verschärfung in den anderen; sie fordert die Währungsbehörden auf, sich vor einer allzu flüchtigen Lektüre der Statistiken zu hüten und die Folgen der laufenden Verlagerungen aus den Goldbeständen in die Finanzaktiva sorgfältig abzuwägen. Schliesslich vertritt die Gruppe die Meinung, dass das jetzige Paritätengitter im EWS verteidigt werden sollte. Gewiss bestehen weiterhin Divergenzen zwischen den beteiligten Ländern vor allem wegen der Inflationsraten, und die Beibehaltung des jetzigen Gitters wird daher für die Länder mit schwacher Währung nicht unbedingt leicht oder angenehm sein, vor allem wenn der Dollar eine jähe Baisse erleiden würde. Es scheint den Experten jedoch, dass die Eckdaten der europäischen Volkswirtschaften eine für die Stabilität des EWS günstigere Ausrichtung zeigen als in den Vorjahren, und sie glauben, dass die Stabilität des Systems mittels geeigneter Anpassungen der Geldpolitik gewährleistet werden könnte, was sicher dem Geist des EWS und den Interessen Europas eher entsprechen würde als eine erneute Leitkursanpassung.

#### B. Referat von Herrn Breen

Der Ausschuss der Stellvertreter hat die hohe Qualität des von Herrn Raymond vorgelegten Berichts geschätzt; er hat die drei Themen des Kapitels "Fragen der Wirtschaftspolitik" erörtert und sie als brisant empfunden, so dass er den Zentralbankpräsidenten eine Diskussion hierüber nahelegt. Zu den drei Punkten haben sich die Stellvertreter wie folgt geäußert:

- Die Haushaltspolitik bleibt in den meisten Ländern der Gemeinschaft weiterhin unbefriedigend. Die günstigere konjunkturelle Lage ist teilweise nicht genutzt worden, was neue Fortschritte bei der Wiederherstellung eines Zahlungsbilanzgleichgewichts fraglich erscheinen lässt und den Handlungsspielraum der Geldpolitik einschränkt. Das derzeitige Zinsniveau erschwert die Bedienung der öffentlichen Schulden, und in den Ländern, in denen das Budgetdefizit durch Kreditaufnahmen im Ausland finanziert wird, haben die hohen Zinsen auch das Defizit in der Leistungsbilanz ausgeweitet. Eine solche Entwicklung lässt die Beseitigung der strukturellen

Haushaltsungleichgewichte noch dringlicher erscheinen; die Stellvertreter haben freilich gesehen, dass diese Ungleichgewichte nur schrittweise beseitigt werden können.

- Die Stellvertreter haben festgestellt, dass die Entschlossenheit zur Eindämmung der Inflation und des monetären Wachstums offenbar etwas nachgelassen hat. Zudem haben äussere Faktoren wie etwa der feste Dollarkurs die Perspektiven im Bereich der Inflation ungünstiger werden lassen. Die Stellvertreter halten dafür, dass es sich hierbei um eine besorgniserregende Entwicklung handelt, die in den Verantwortungsbereich der Zentralbanken fällt.

- Die Stellvertreter stimmen mit dem Befund des Berichts überein, dass das gegenwärtige Paritätengefüge im EWS angemessen ist und dass alle Massnahmen auf die Beibehaltung dieses Kursgefüges ausgerichtet sein sollten. Im übrigen scheint ihnen der gegenwärtige Zeitpunkt nicht günstig, eine Strategie für den Fall des Auftretens von Spannungen im EWS zu diskutieren. Dieser Punkt dürfte nicht aktuell sein, da der Dollar gegenwärtig stark ist und zudem die Zahlungsbilanzen und namentlich die Leistungsbilanzen sich generell verbessert haben, wenn auch in einigen Ländern die Wettbewerbsfähigkeit nachzulassen scheint. Schliesslich ist hervorgehoben worden, dass dann, wenn erneut Spannungen im EWS auftreten sollten, die zu ergreifenden geldpolitischen Massnahmen nicht ausschliesslich den Ländern mit schwacher Währung zufallen dürften; die Marktkräfte könnten in den Hartwährungsländern die Zinsen zurückgehen lassen.

#### C. Diskussion des Ausschusses

Herr Chalikias lobt die Qualität des Berichts samt Anlagen, die äusserst nützlich seien. In Griechenland seien im Wirtschaftsbereich Fortschritte erzielt worden, die allerdings nicht ausreichen, vor allem wenn man die verbesserte Weltwirtschaftslage und die seit zwei Jahren durchgeführte wirtschaftspolitische Anpassung berücksichtigt. Insbesondere habe die Einkommenspolitik einen Rückgang der Reallöhne bewirkt, die Geldpolitik sei restriktiver geworden, und die Inflation habe sich etwas abgeschwächt. Dass die Anpassung so langsam vorankomme, erkläre sich aus Verzögerungen bei der Einleitung einer Stabilitätspolitik; in der Tat sei bis 1982 eine expansive Wirtschaftspolitik und eine akkommodierende Geldpolitik betrieben worden, die zu einer Verstärkung des inflationären Drucks und einer ungünstigen Entwicklung der Erwartungen geführt hätten.



Besonders dringlich sei eine Rückführung des öffentlichen Defizits, denn auf seinem derzeitigen Niveau belaste es die Zahlungsbilanz und führe zu einem "crowding out" des privaten Sektors. In der Geldpolitik seien seit zwei Jahren zahlreiche Änderungen vorgenommen worden; sie hätten sich namentlich auf eine Rationalisierung des Zinsgefüges und des Systems zur Kontrolle der Kredite und auf eine Verbesserung des Verfahrens und der Kosten der Finanzierung des öffentlichen Sektors bezogen. Trotz dieser wichtigen Neuerungen seien die Realzinsen in Griechenland noch immer negativ, was eine zweckmässige Allokation der finanziellen Mittel und den Ausgleich in der Zahlungsbilanz nicht begünstige.

Herr de la Genière macht eine Bemerkung zu einer Passage des Berichts (S. 8 der französischen Fassung), wo gesagt wird, dass als Folge finanzieller Neuerungen in Frankreich Anlagen in Wertpapieren, die weitgehend die Eigenschaften von Geldaktiva aufweisen, stark zugenommen hätten und dass deshalb die 1983 bei der Geldmengensteuerung erreichten Resultate kaum erwarten liessen, dass die Geldmengenentwicklung und die Inflation weiterhin fest unter Kontrolle blieben. Diese Kritik sei aus den folgenden Gründen nur teilweise hinnehmbar. Die Finanzmärkte hätten sich in Frankreich seit 1978 vor allem infolge der Bemühungen der Währungsbehörden um höhere langfristige Zinsen rasch entwickelt. Von 1980 an, als diese Zinssätze real stark positiv geworden seien, habe der Markt seine Expansion verstärkt und sich durch die Wiederanlage der Kapitalrückzahlungen und der Zinserträge teilweise selbst alimentiert.

1980 und 1981 seien regulative und steuerliche Faktoren hinzugekommen, die die Verbreitung von Wertpapierinvestmentfonds begünstigt hätten. Der Sekundärmarkt dieser Fonds sei äusserst aktiv, mit der Folge, dass der Liquiditätsgrad dieser Plazierungen sich nur wenig von dem liquider Anlagen bei Banken unterscheide, während die Rendite aus steuerlichen und regulativen Gründen höher sei als die der liquiden Einlagen bei Banken. Es sei deshalb zutreffend, dass das Geldmengenwachstum in Frankreich durch diese Verlagerung liquider Sparguthaben bei Banken hin zu fast ebenso liquiden Geldvermögen an der Börse gebremst wurde. Doch dürfe man nicht ausser acht lassen, dass diese Entwicklung insofern eine günstige Auswirkung habe, als der französische Sparer dank der Vermittlung dieser Investmentfonds eine stärkere Vertrautheit mit den Wertpapiermärkten erlangt hat.

Herr Godeaux hält den Bericht für sehr prägnant und ausgezeichnet dokumentiert und kann sich dessen Schlussfolgerungen anschliessen. In

Belgien dienten die monetären Aggregate zwar nicht als Zielgrösse der Geldpolitik, doch würden sie berechnet, wobei "M3 national" als repräsentativer denn "M2 harmonisé" angesehen werde; der wesentliche Unterschied zwischen beiden Grössen bestehe darin, dass in "M2 national" auch die von belgischen Gebietsansässigen bei Banken im Ausland (insbesondere in Luxemburg und den Niederlanden) in belgischen Franken gehaltenen Einlagen enthalten seien. Diese statistischen Unterscheidungen zeigten, wie schwierig es selbst in sich so nahestehenden Ländern wie denen der Gemeinschaft sei, vergleichbare Grössen zu bilden.

Die belgische Regierung arbeite weiterhin an der Verwirklichung der Konsolidierung der öffentlichen Finanzen; die Kontakte zu den Sozialpartnern würden fortgesetzt, und trotz zeitweise auftretender Spannungen habe es den Anschein, dass sich die Regierung durchsetzen werde und ihr Programm verwirklicht und in den kommenden Wochen obligatorisch werde.

Herr Leigh-Pemberton entnimmt aus dem auch für ihn ausgezeichneten Bericht, dass mit dem wirtschaftlichen Wiederaufschwung die Gefahr eines Wiederauflebens der Inflation gegeben ist und dass die Bekämpfung des Preisauftriebs in Gefahr ist, lascher gehandhabt zu werden. Er fügt hinzu, dass bezüglich der Realzinsen keine sehr eindeutigen Schlussfolgerungen gezogen seien. Die Messung der Realzinsen sei ein äusserst heikles Unterfangen, doch wäre es wünschenswert, dass die Gruppe in ihren Berichten mehr dieser Frage nachgehe und sich um Beurteilungskriterien bemühe. Die Realzinsen seien nämlich eine wichtige Orientierungsgrösse für die Analyse der von den einzelnen Ländern geführten Wirtschaftspolitik. In Grossbritannien beispielsweise würden die aktuellen Zinsen nicht als übermässig hoch angesehen und bremsen offenbar nicht das Wirtschaftswachstum.

Herr Hoffmeyer erklärt, dass in Dänemark die wirtschaftliche Wachstumsrate (+3% im Jahr 1983) die höchste in der Gemeinschaft gewesen sei, jedoch zu wirtschaftlicher Anspannung geführt habe. Deshalb habe die Regierung auf Anregung der Notenbank die Haushalts- und Einkommenspolitik restriktiver gestaltet; zu den getroffenen Massnahmen gehörten insbesondere die erneute Aussetzung - für zwei Jahre - der Indexierung, was praktisch zu deren Aufhebung führen sollte. Die Preissteigerungen der letzten Monate seien in der Hauptsache auf Sonderfaktoren zurückzuführen ( nähme man nur diese, so würde die Jahresteuersatzrate zwischen 4 und 4,5% liegen), aber natürlich hätten auch andere Faktoren wie beispielsweise der Dollarkurs einen gewissen Einfluss ausgeübt.

Herr Ciampi äussert sich zustimmend zu den wesentlichsten Schlussfolgerungen des Berichts, dass man also bei der Orientierung der Geldpolitik weiterhin auf der Hut sein müsse, vor allem jetzt, da der Aufschwung an Breite gewonnen habe, und insbesondere in den Ländern, wo die Inflation noch immer hoch und über dem Durchschnitt der Gemeinschaft liege. Dies gelte namentlich für Italien, doch erschwere in diesem Land der alte Konflikt zwischen der Geld- und der Haushaltspolitik die Rückkehr zu ausgewogenem Wirtschaftswachstum und die Inflationseindämmung. Die als Folge der Finanzierung des öffentlichen Defizits bestehende Anspannung auf den Finanzmärkten sei eine der Ursachen für die im Bericht genannten finanziellen Innovationen. Zwar sei vielleicht die Entwicklung der Geldbestände steuerbarer geworden, doch könnte der Spielraum für geldpolitische Aktionen längerfristig gesehen durch die negativen Auswirkungen eingeengt werden, die von steigenden Zinsen auf das öffentliche Defizit ausgingen. Die Banca d'Italia habe auf diese Weise ihren Anteil an der Finanzierung des öffentlichen Defizits beträchtlich (von 25% der Deckungslücke 1980 auf 1% 1983) verringern können.

Was die wirtschaftspolitischen Fragen angehe, die am Ende des Berichts in Kapitel III Ziffer 3 behandelt seien, so halte er das Urteil der Experten als zu weitgehend; es sei sicherlich zweckmässig, dem Druck der Devisenmärkte zu widerstehen und sich davor zu hüten, den der Stabilität zuwiderlaufenden Erwartungen zu entsprechen; andererseits treffe aber auch zu, dass eine Ausweitung der Zinsdifferenz zwischen den Ländern des EWS nicht ausreichen werde, wenn sich in den Relationen der grossen Weltwährungen die fundamentalen Gegebenheiten wandelten.

Der Vorsitzende ruft in Erinnerung, dass die irische Wirtschaft 1983 einen Wendepunkt erlebte, als die wichtigsten Indikatoren anzeigten, dass das Land aus der Rezession herauskam: Die Exporte und die Nachfrage zogen an, die industrielle Produktion und die Importe nahmen zu, und die Inflation ging zurück, ihr Jahressatz sollte Ende 1984 auf 7% fallen, und für 1985 wird sogar eine Rate von 5% erhofft. Dagegen ist die Central Bank of Ireland trotz der Anstrengungen der Regierung zur Beseitigung des Haushaltsdefizits bis 1987 der Ansicht, dass die budgetäre Anpassung ungenügend und langsam ist, und sie wird das in ihrem Jahresbericht, der Ende Mai herauskommt, auch erwähnen.

Was den Bericht der "Raymond-Gruppe" angeht, schliesst sich der Vorsitzende vollumfänglich den anerkennenden Kommentaren der Stellvertreter und Gouverneure sowie der Auffassung, dass die gegenwärtige Lage

eine wohldosierte Mischung von Befriedigung und Vorsicht rechtfertige, an; im übrigen nimmt er die Bemerkungen von Herrn Leigh-Pemberton über die Zinssätze und die Vorbehalte von Herrn Ciampi zu den Vorschlägen der Experten im Schlussteil des Berichts betreffend die Verteidigung des jetzigen Paritätengitters im EWS zur Kenntnis.

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

- Bericht Nr. 51 der Expertengruppe unter dem Vorsitz von Herrn Daalgard über Fragen in Zusammenhang mit den Aktivitäten der Zentralbanken auf den ECU-Märkten

Der Vorsitzende weist darauf hin, dass der Bericht Nr. 51, versehen mit einer Note des Vorsitzenden des Ausschusses der Stellvertreter, die die Schlussfolgerungen und Empfehlungen des Berichts zusammenfasst, vom Sekretariat am 25. April in Umlauf gebracht worden ist.

Herr Breen erklärt, dass die Stellvertreter dem Ausschuss empfehlen, den Bericht Nr. 51 zur Kenntnis zu nehmen und sowohl die Schlussfolgerungen als auch die Empfehlungen der Stellvertreter zu billigen. Hierbei handelt es sich zusammenfassend um die folgenden:

- Es ist nicht notwendig, Sonderregelungen für die Transaktionen und Guthaben der EG-Zentralbanken in privaten ECU zu erlassen.
- Die Verwendung privater ECU beim Saldenausgleich im EWS wird es nur im gegenseitigen Einvernehmen geben.
- Die weiteren Aktivitäten der Zentralbanken auf den privaten ECU-Märkten sollten genau verfolgt werden, wobei die Stellvertreter bereit sind, diese Aufsichtsfunktion wahrzunehmen.

Der Vorsitzende stellt das Einverständnis des Ausschusses mit den Schlussfolgerungen und Anregungen der Stellvertreter fest.

- Folgetätigkeit bezüglich des informellen Treffens der Finanzminister und Zentralbankpräsidenten der Gemeinschaft vom 12. und 13. Mai 1984 in Rambouillet

Dem Vorsitzenden liegt zunächst daran, Herrn de la Genière seinen Dank auszusprechen und ihm zu sagen, wie sehr die Gouverneure den Empfang, die Gastfreundlichkeit und die vielfältigen Aufmerksamkeiten, die ihnen während ihres Aufenthalts in Paris zuteil wurden, zu schätzen

wussten. Was die Untersuchungen angeht, die über die Möglichkeit der Stärkung des EWS durch die ECU vorgenommen werden sollen, schlägt er vor, die Stellvertreter aufzufordern, einen Bericht im Sinne der in Rambouillet besprochenen Ideen vorzubereiten; was diese betrifft, hiess es, es könne demnächst ein Memorandum darüber verteilt werden. Da die Finanzminister vereinbart haben, bei ihrer nächsten informellen Zusammenkunft Mitte September auf die Frage des EWS zurückzukommen, könnten die Stellvertreter an der Sitzung des Ausschusses vom 10. Juli 1984 einen Zwischenbericht vorlegen.

Herr Russo erinnert daran, dass die Finanzminister in der Tat den Ausschuss der Zentralbankpräsidenten und den Währungsausschuss ersucht haben zu prüfen, welche Möglichkeiten für kleine, aber gleichwohl bedeutungsvolle Verbesserungen am EWS bestehen. Es seien diverse Vorschläge während des Treffens in Rambouillet gemacht worden, die vor allem die Akzeptanz der offiziellen ECU, ihre Verzinsung und die Möglichkeiten ihrer Mobilisierung betrafen. Die Zusammensetzung des ECU-Währungskorbs müsste ebenfalls geprüft werden. Möglicherweise werde demnächst eine Denkschrift oder eine Art von informeller Zusammenfassung der Schlussfolgerungen der Diskussionen von Rambouillet veröffentlicht.

Herr Pöhl betont, dass für die das EWS betreffenden Punkte und insbesondere für die Frage, auf welche Weise die offizielle ECU Verwendung finden soll, in erster Linie die Zentralbanken zuständig sind, während andere Punkte, beispielsweise die Gemeinschaftsanleihen und der mittelfristige Finanzierungsbeistand, mehr in die Zuständigkeit des Währungsausschusses fallen. Der Ausschuss der Zentralbankpräsidenten müsste sich demnach mit den das EWS und die ECU betreffenden Fragen befassen, für die im übrigen das Abkommen zwischen den Zentralbanken vom 13. März 1979 die wesentliche Rechtsgrundlage darstelle. Der Ausschuss der Stellvertreter sollte seine Arbeiten, wie er es beabsichtige, so organisieren, dass sich die Zentralbankpräsidenten in der Lage sähen, sich bis Mitte September dazu zu äussern, ob Änderungen am bestehenden Regelwerk des EWS "machbar" wären.

- Wahrung des Dienstgeheimnisses im Rahmen der Wahrnehmung der Bankenaufsicht durch die Nederlandsche Bank

Herr Duisenberg informiert die Zentralbankpräsidenten darüber, dass kommunale Instanzen, die im Anschluss an den Konkurs einer kleinen Geschäftsbank in den Niederlanden einen Teil ihrer Einlagen verloren

hatten, mit der Begründung einer unzureichenden Bankenaufsicht Anspruch auf Schadenersatz gegen die Nederlandsche Bank geltend gemacht haben. Seit zwei Jahren geht es in dem Verfahren insbesondere um das Recht der Aussageverweigerung, das die Zentralbank unter Berufung auf das Amtsgeheimnis gegenüber den Richtern eingewandt hat. Die Streitsache ist nunmehr vor dem Obersten Gerichtshof der Niederlande und dem Europäischen Gerichtshof in Luxemburg anhängig; angesichts der grundsätzlichen Bedeutung dieses Rechtsstreits, der möglicherweise einen Präzedenzfall darstellt, hat die Nederlandsche Bank den Zentralbanken und Bankenaufsichtsbehörden der Gemeinschaft sowie der Kommission ein Memorandum zugeleitet; sie plant darüber hinaus eine Tagung von Rechtsexperten in Amsterdam, die die Angelegenheit prüfen und das weitere Vorgehen klären sollen, insbesondere auch, welche weiteren Schritte gegenüber den einzelnen Regierungen zu unternehmen sind, um sicherzustellen, dass das Recht auf Verschwiegenheit bei der Ausübung der Bankenaufsicht gewahrt bleibt. Herr Duisenberg hofft, dass er im Interesse der übrigen Zentralbanken, die sich einer ähnlichen Situation gegenübersehen könnten, und im Allgemeininteresse auf die Unterstützung seiner Amtskollegen und der Kommission zählen kann.

Der Vorsitzende ist überzeugt, dass die Zentralbankpräsidenten dieser Angelegenheit positiv gegenüberstehen; er weist darauf hin, dass in Irland vor kurzem über einen ähnlichen Fall zu entscheiden war und der Oberste Gerichtshof das Recht der Zentralbank auf Wahrung des Amtsgeheimnisses bekräftigt hat.

#### V. Zeit und Ort der nächsten Sitzung

Wegen der Generalversammlung der BIZ wird der Ausschuss den Gepflogenheiten entsprechend im Juni nur eine kurze Sitzung abhalten, in der hauptsächlich der übliche Monatsbericht verabschiedet wird. Diese Sitzung wird am Montag, dem 18. Juni 1984, um 10.00 Uhr in Basel stattfinden. Die "Konzertationsgruppe" wird am Montag, dem 18. Juni, um 8.30 Uhr zusammentreffen, um den Entwurf des Monatsberichts fertigzustellen.

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

\_\_\_\_\_  
APRIL 1984  
\_\_\_\_\_

Der vorliegende Bericht gibt einen Ueberblick über die Entwicklung auf den Devisenmärkten der Länder der an der Konzertation beteiligten Zentralbanken\* und über deren Interventionen im März und während der ersten Maitage 1984.

I. ENTWICKLUNG DER WECHSELKURSE

Die wichtigsten Entwicklungen an den Devisenmärkten im April waren:

- die Mitte März begonnene Erholung des Dollars verstärkte sich vor allem in der zweiten Aprilhälfte spürbar gegenüber den europäischen Währungen;
- diese zeigten auch gegenüber dem kanadischen Dollar und dem Yen eine gewisse Schwäche, die allerdings weniger ausgeprägt war;
- zum ersten Mal seit Jahresanfang erforderte das Funktionieren des europäischen Wechselkursmechanismus keinerlei Interventionen an den Interventionspunkten.

Der US-Dollar gewann gegenüber allen Währungen an Wert, als sich der Wirtschaftsaufschwung in den USA offenbar weniger deutlich verlangsamte als vielfach vorhergesagt worden war und als die Erwartungen

---

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

zunahmen, dass die US-Zinssätze fest bleiben oder sogar noch weiter ansteigen würden. Mit Wirkung per 9. April erhöhte die Federal Reserve ihren Diskontsatz um 1/2 Prozentpunkt auf 9% und passte ihn so besser an die Geldmarktsätze an. Der Dollar profitierte auch von der Beachtung, die in der Öffentlichkeit Arbeitskonflikten in einigen europäischen Ländern geschenkt wurde. Per saldo stieg der Dollar gegenüber den Währungen des europäischen Wechselkursverbunds um durchschnittlich 4,6% an, um ca. 3,0% gegenüber dem Pfund Sterling und um 1,0% gegenüber dem japanischen Yen.

Im EWS sank die Schwankungsbreite der Währungen im schmalen Band in der zweiten Monatshälfte unter 2%. Die Lira, der belgische Franken und der französische Franken festigten sich ein wenig gegenüber den anderen Währungen des Systems.

Die D-Mark verzeichnete eine Abschwächung gegenüber den anderen EWS-Währungen. Ursächlich hierfür war die auf den Zinsanstieg in den USA zurückgehende Befestigung des Dollars, die gegen D-Mark - wegen der Rolle der D-Mark als Alternativwährung zum US-Dollar - stärker ausgeprägt war als gegen die übrigen Währungen. Ausserdem trugen die Streikdrohungen in der Metallindustrie und im Druckereigewerbe zur Durchsetzung der 35-Stunden-Woche zur Abschwächung der D-Mark bei. Das führte dazu, dass die D-Mark, die am Monatsanfang an der Spitze der Bewertungsskala im engeren Wechselkursverbund gelegen hatte, sich am Monatsende diesen Platz mit dem holländischen Gulden teilte.

Der französische Franken zeigte sich schon in der ersten Monatshälfte in guter Verfassung und erfreute sich in der letzten Woche einer starken Nachfrage. Abgesehen von den gewöhnlich günstigen technischen Monatsschlussfaktoren scheint ein Teil dieser Nachfrage die Liquidierung von Baisse-Positionen widerzuspiegeln. Der Kursanstieg wurde durch beträchtliche Interventionen in Grenzen gehalten. Die Eurofrankensätze bildeten sich erneut zurück.

Die seit Mitte März spürbare Erholung des belgischen Frankens hielt während des ganzen Monats an. Obwohl sich der Franken immer noch isoliert am unteren Rand des gemeinschaftlichen Bandes aufhielt, entfernte er sich allmählich von seinem unteren Interventionskurs gegenüber der D-Mark. Die Banque Nationale de Belgique konnte auf Interventionen verzichten.



Der holländische Gulden verlor gegenüber den meisten EWS-Währungen an Boden, verharrte jedoch nahe am oberen Rand des EWS-Bandes, als es sich im Laufe des Monats verengte. Gegenüber der D-Mark nahm er jedoch etwas an Wert zu, obwohl das Zinsgefälle zwischen den beiden Währungen abnahm.

Die dänische Krone verharrte während des ganzen Monats knapp unterhalb der Bandmitte.

Das irische Pfund blieb im EWS dank der Erholung des US-Dollars und bescheidenen Stützungsinterventionen der Central Bank of Ireland stabil.

Der Kurs der italienischen Lira im EWS stieg anfänglich an und stabilisierte sich dann. Diese Stabilisierung wurde zum Teil durch Interventionen der Banca d'Italia gefördert, die beträchtliche Dollarbeträge kaufte.

Das Pfund Sterling verzeichnete während des ganzen Monats April geringe Umsätze auf einem ziemlich lustlosen Markt. Obwohl es gegenüber dem Dollar an Wert verlor und der gewogene Aussenwert von 80,1 auf 79,7 zurückging, gewann das Pfund Sterling gegenüber den EWS-Währungen an Wert.

Die Drachme verzeichnete einen Kursrückgang von 3,8% gegenüber dem US-Dollar und befestigte sich um 0,4% gegenüber der ECU. Ihr gewogener Aussenwert ging um 1,4% zurück.

Der Schweizer Franken spielte weiterhin eine weniger bedeutende Rolle an den Devisenmärkten. Es wird vermutet, dass potentielle Anleger vor der auf den 20. Mai angesetzten Abstimmung über die "Banken-Initiative" gegenüber Engagements in Schweizer Franken eine gewisse Zurückhaltung üben, obwohl allgemein angenommen wird, dass die Stimmbürger die von der Sozialdemokratischen Partei lancierte Initiative deutlich verwerfen werden. Ueberdies fanden beträchtliche Konversionen von Erträgen aus Kapitalexporten statt. Diese Faktoren hatten zur Folge, dass sich das Kursverhältnis zu den europäischen Währungen kaum veränderte.

Die norwegische Krone schwächte sich gegenüber dem Dollar um 3% und gegenüber der ECU um 1,2% ab. Die halbjährlichen Oelsteuerzahlungen im April, die sich auf beinahe US-\$ 2 Mrd. beliefen, wurden hauptsächlich durch fällige Terminkontrakte zwischen Handelsbanken und der Norges Bank geregelt. Der gewogene Aussenwert der Krone blieb damit sehr stabil.

Die schwedische Krone befestigte sich gegenüber den meisten EWS-Währungen, gestützt durch positive Handelszahlen. Ihr Kurs gegenüber dem Dollar ging jedoch um 3,4% zurück, während ihr gewogener Aussenwert um 0,7 Prozentpunkte fiel.

Der kanadische Dollar blieb fast den ganzen Monat April hindurch gegenüber dem US-Dollar stabil. Ende des Monats begann er sich jedoch abzuschwächen, als der Markt unter starken spekulativen Druck geriet und sich die Auswirkungen der "leads and lags" im kommerziellen Zahlungsverkehr und erneuter Beunruhigung über den Einfluss des Gefälles zwischen dem kanadischen und dem amerikanischen Wirtschaftsaufschwung auf die kanadische Geldpolitik zeigten.

Der japanische Yen verzeichnete gegenüber dem US-Dollar einen Kursverlust von 1% wegen der Verstärkung des Zinsgefälles zwischen den beiden Währungen. Dagegen gewann er mehr als 3,2% gegenüber den bedeutenderen europäischen Währungen.

## II. INTERVENTIONEN

### A. Interventionen in US-Dollar

Im April tätigten die Zentralbanken Dollarkäufe im Nettobetrag von US-\$ 0,7 Mrd., die sich aus Bruttokäufen von US-\$ 1,9 Mrd. und Bruttoverkäufen von US-\$ 1,2 Mrd. zusammensetzten (im März waren Nettoverkäufe in Höhe von US-\$ 1,1 Mrd. verzeichnet worden).

Die bedeutendsten Dollarkäufer waren die Banca d'Italia, die Norges Bank und die Banque de France. Die Deutsche Bundesbank und die Bank of Canada tätigten die grössten Dollarverkäufe.

### B. Interventionen in Gemeinschaftswährungen

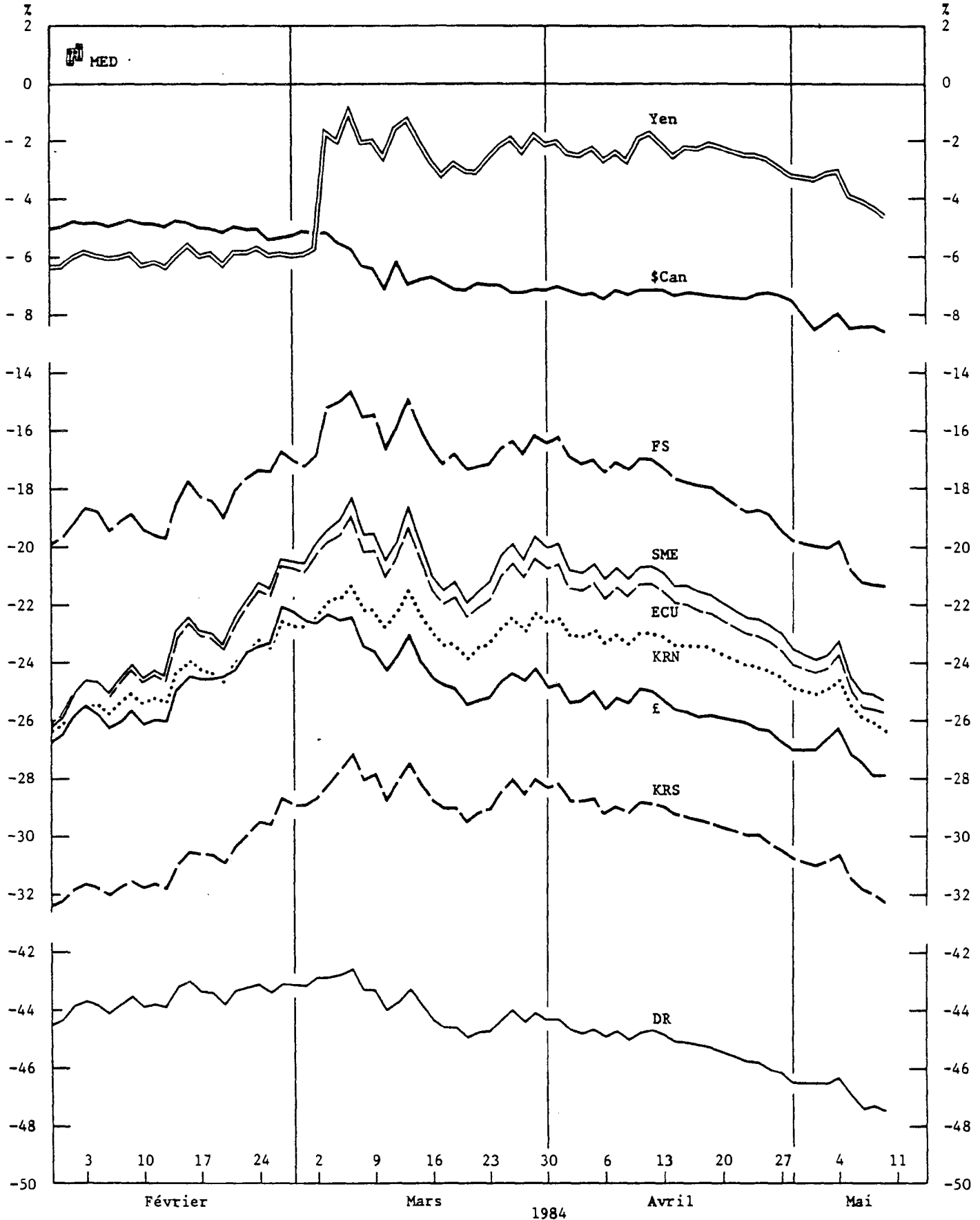
Die Interventionen in Gemeinschaftswährungen haben gegenüber dem Vormonat etwas abgenommen (US-\$ 1 Mrd. gegenüber US-\$ 1,3 Mrd.). Sie bestanden fast vollständig aus DM-Käufen der Banque de France.

### III. DIE ERSTEN ZWEI MAIWOCHEN

Während der ersten zwei Maiwochen setzten sich die im April verzeichneten Entwicklungen fort. In der zweiten Woche erzielte der US-Dollar weitere lebhaftere Kursgewinne, vor allem dank dem beschleunigten Ansteigen seiner Zinssätze. Dollarverkäufe einiger europäischer Zentralbanken haben dazu beigetragen, diese Tendenz in den letzten zwei Tagen etwas zu bremsen. So konnte der Kursanstieg des Dollars auf durchschnittlich 1,7% gegenüber den EWS-Währungen und 1,5% gegenüber dem Yen begrenzt werden. Er war weniger deutlich (1,0%) gegenüber dem kanadischen Dollar, der durch den Anstieg der inländischen Zinssätze und einige Interventionen gestützt wurde, und gegenüber dem Pfund Sterling (0,9%), dessen Zinssätze sich gefestigt haben.

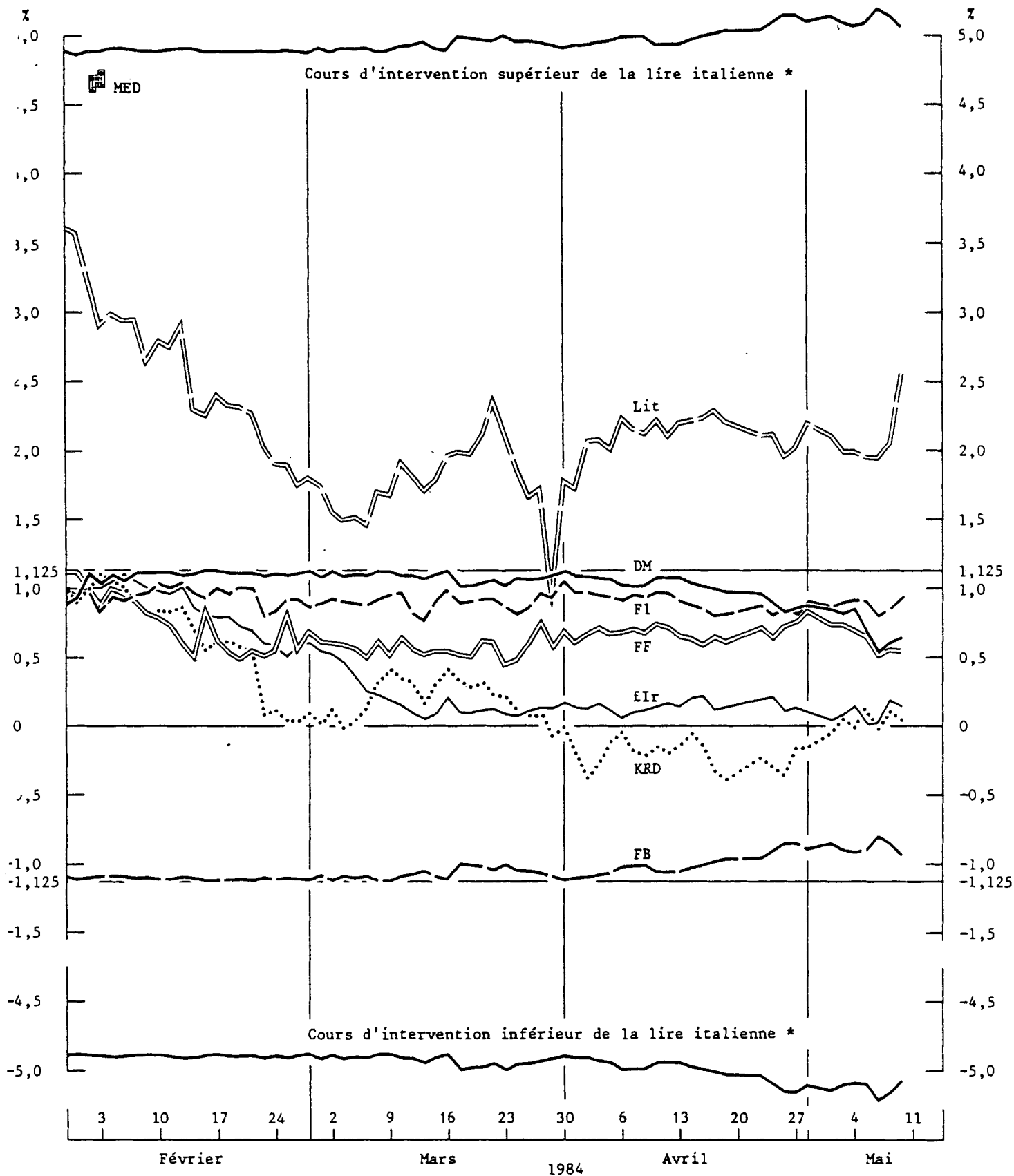
In Zusammenhang mit dem Andauern der Arbeitskämpfe in Deutschland schwächte sich die D-Mark im europäischen Wechselkursverbund noch ein wenig weiter ab und trat dem Gulden die Spitzenposition im Fluktuationsband von 2,25% ab. Ihr Kursverlust gegenüber dem französischen Franken wurde jedoch weiterhin durch beträchtliche Interventionen der Banque de France eingedämmt. Dank der guten Verfassung der Lira konnte die Banca d'Italia ihre Devisenkäufe fortsetzen; am 4. Mai wurde ihr Diskontsatz von 16 auf 15,5% gesenkt.

EVOLUTION DE L'ECU, DU COURS MEDIAN DES MONNAIES PARTICIPANT AU SME  
 ET DES MONNAIES DES AUTRES BANQUES CENTRALES PARTICIPANT A LA  
 CONCERTATION SUR LA BASE DES COURS RELEVES LE 31 DECEMBRE 1981  
 VIS-A-VIS DU \$EU \*



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

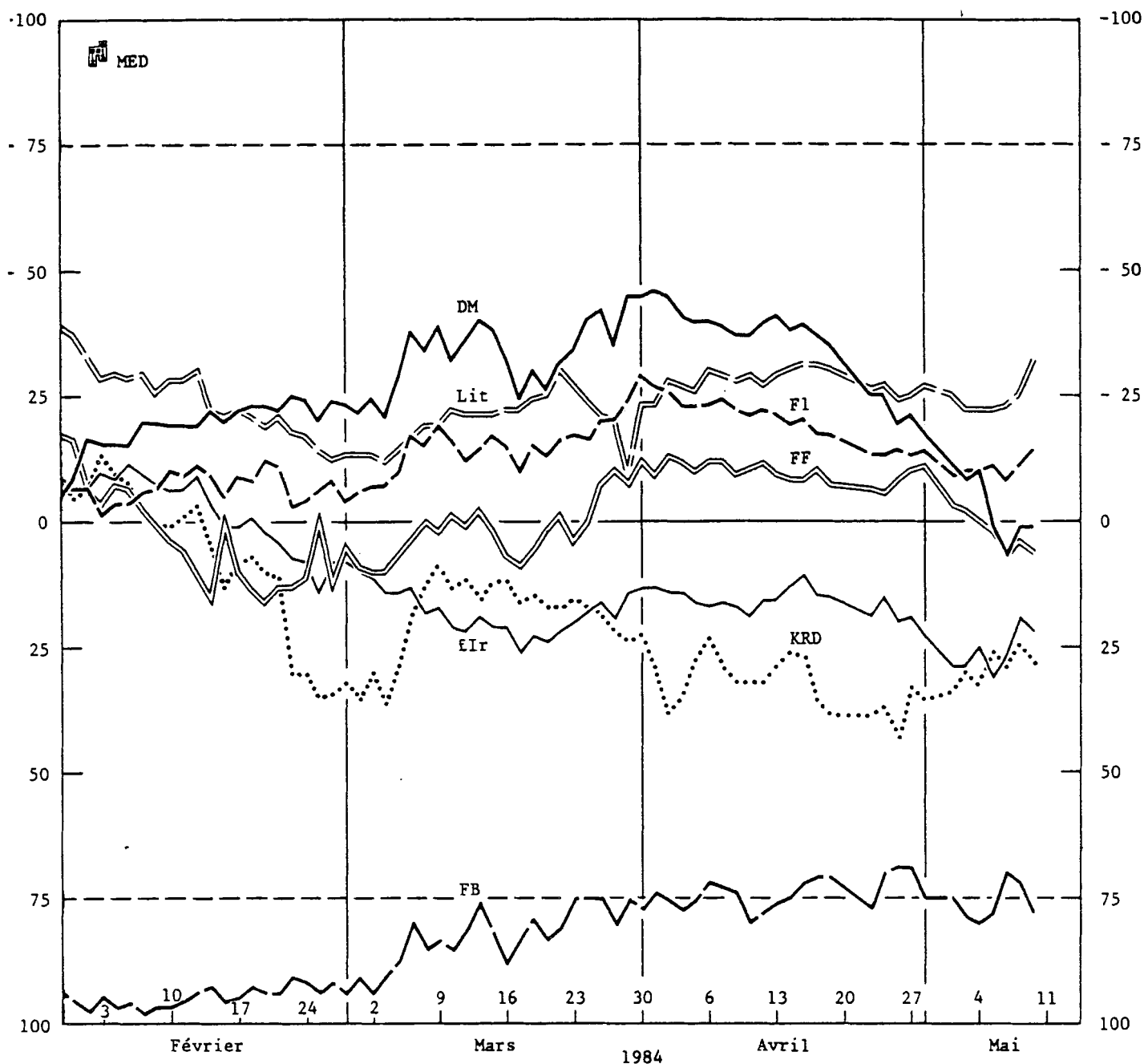
MOUVEMENTS A L'INTERIEUR DE LA GRILLE DE PARITES DU SME  
 CALCULES SUR LA BASE DES COURS OFFICIELS DE L'ECU DANS LES  
 DIFFERENTES MONNAIES PARTICIPANTES



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

10 mai 1984

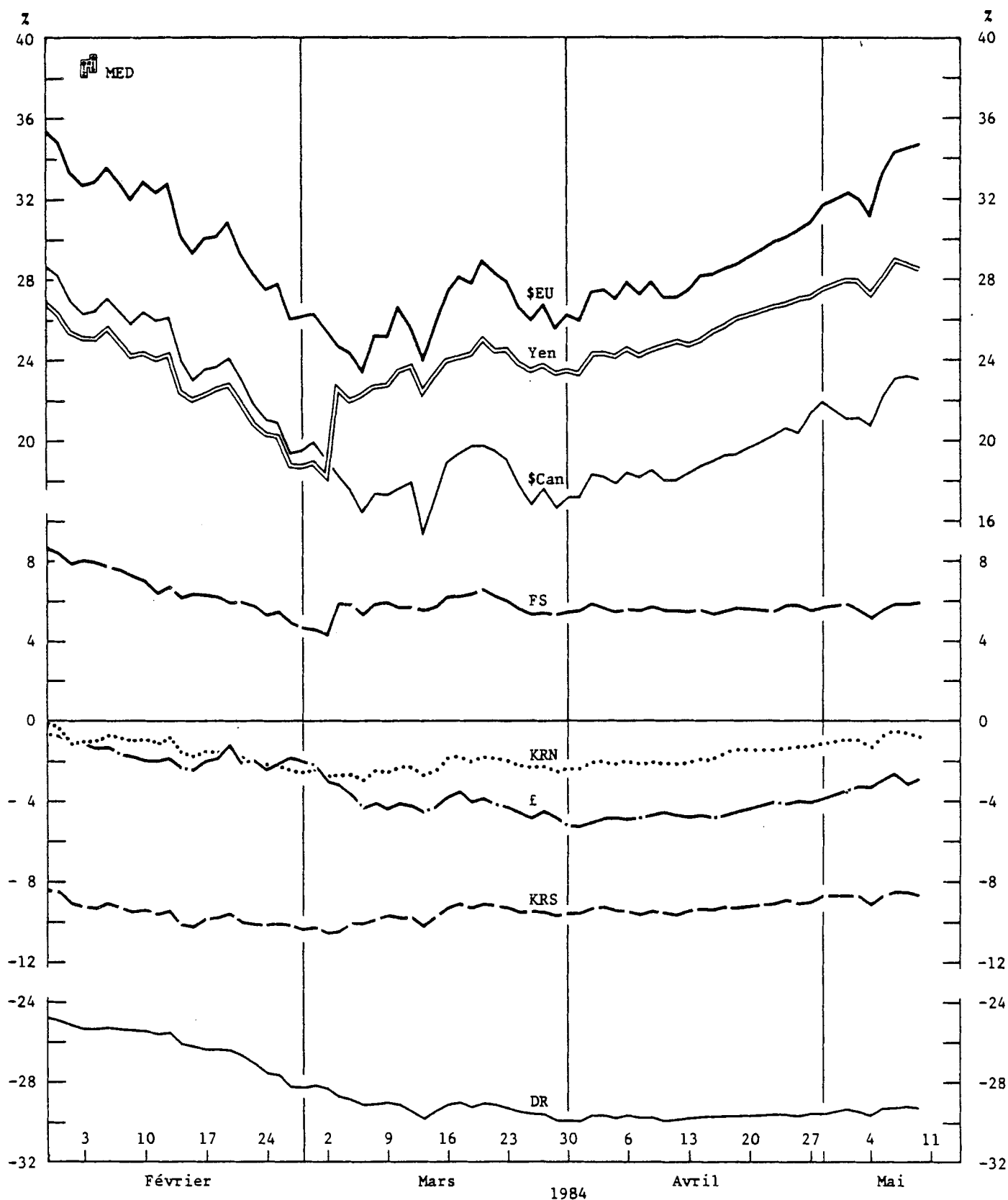
## EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE \*



\* 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.

10 mai 1984

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



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

10 mai 1984