

PROTOKOLL\*

DER 191. SITZUNG DES AUSSCHUSSES DER PRAESIDENTEN  
DER ZENTRALBANKEN DER MITGLIEDSTAATEN  
DER EUROPÄISCHEN WIRTSCHAFTSGEMEINSCHAFT  
BASEL, DIENSTAG, 11. DEZEMBER 1984, 10 UHR

---

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

Der Vorsitzende eröffnet die Sitzung und heisst den neuen Gouverneur der Banque de France, Herrn Camdessus, herzlich willkommen,

---

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

wobei er die Genugtuung des Ausschusses zum Ausdruck bringt, ihn künftig in seiner Mitte zu wissen. Er fügt hinzu, dass er beabsichtigt, Herrn de la Genière, der seit der Novembersitzung dem Kreis der Zentralbankiers nicht mehr angehört, einen Brief zu schreiben, um ihm das Bedauern der Zentralbankpräsidenten über sein Ausscheiden und deren besten Wünsche zu übermitteln.

#### I. Billigung des Protokolls der 190. Sitzung

Der Ausschuss billigt einstimmig das Protokoll der 190. Sitzung vom 13. November 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 an den Devisenmärkten der an der Konzertation beteiligten Länder im November und in den ersten Dezembertagen 1984 durch Herrn Dalgaard;
- Verabschiedung des Ausschussberichts an die EG-Finanzminister.

Herr Dalgaard kommentiert kurz den dem Protokoll beigelegten Bericht.

Herr Breen erklärt, dass die Stellvertreter den Bericht nicht eingehend erörtert haben und dessen Annahme durch den Ausschuss empfehlen.

Der Vorsitzende macht einige Ausführungen zu den Zinssätzen in Irland, die zu einem Zeitpunkt gestiegen sind, als man eher einen Rückgang erwartete. Die Central Bank of Ireland hat die Zinsentwicklung seit dem Sommer sehr genau beobachtet und ist zu der Auffassung gelangt, dass der Zinsanstieg, der mit einer Art Repatriierung der Kreditaufnahme (man verschuldet sich mehr im Inland und weniger im Ausland) einherging, sanktioniert werden musste. Die Zentralbank hielt es für richtig, diese Tendenz zu fördern, um Nettokapitalzuflüsse zu begünstigen.

Der Vorsitzende stellt fest, dass der Ausschuss keine Bemerkungen zu dem Bericht an die Finanzminister der EG-Länder hat und dieser somit angenommen ist.

III. Bericht des Vorsitzenden über die Tagung des Rates der Finanzminister und eventuelle Fortsetzung der Diskussion über die Möglichkeiten eines Ausbaus des EWS

Der Vorsitzende macht einige Ausführungen zu der Art und Weise, wie die Frage des Ausbaus des EWS im Rat der Wirtschafts- und Finanzminister am 10. Dezember 1984 in Brüssel behandelt worden ist. Die Minister waren mit einer Mitteilung und einem Entschliessungsentwurf befasst, die beide von der Kommission erstellt und in der Plenarsitzung von Kommissar Andriessen vorgelegt wurden.

Die Erörterung der Vorschläge der Kommission fand in engem Rahmen bei einem ministeriellen Essen statt, in dessen Verlauf er als Vorsitzender vereinbarungsgemäss den mündlichen Bericht des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten erstattete. Der Vorsitzende des Währungsausschusses berichtete ebenfalls mündlich, und anschliessend ergriff jeder Minister das Wort. Der Vorsitzende resümiert kurz die Äusserungen der Minister und fügt hinzu, dass diese nach dem Essen eine Erklärung über den Ausbau des EWS verabschiedeten, die im Entwurf von den Herren Camdessus und Ó Cofaigh vorbereitet worden war (der Wortlaut dieser Erklärung war den Zentralbankpräsidenten in Basel überreicht worden).

Bezug nehmend auf die kritischen Äusserungen bezüglich des von der Kommission eingeschlagenen Verfahrens verweist Herr Russo darauf, dass der Währungsausschuss schon im November davon unterrichtet worden sei, dass die Kommission auf der Basis der im Ausschuss der Zentralbankpräsidenten und im Währungsausschuss erzielten Einigung dem Ministerrat (Wirtschaft und Finanzen) für dessen Tagung am 10. Dezember eine Mitteilung und einen Entschliessungsentwurf über die Stärkung des EWS vorlegen wollte. Zwar hätten im November im Ausschuss der Zentralbankpräsidenten Vorbehalte weiterbestanden, aber die Kommission habe es für notwendig gehalten, dem Rat zu ermöglichen, den bei der informellen Konferenz in Dromoland Castle festgelegten Zeitplan einzuhalten. Die Kommission habe diese Dokumente dem Sekretariat des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten übermittelt, und der Währungsausschuss habe sie in seiner Sitzung am 4. Dezember 1984 diskutiert. Die Vorschläge der Kommission seien für den Rat der Wirtschafts- und Finanzminister ausgearbeitet worden und kamen beim Europäischen Rat am 3. und 4. Dezember 1984 in Dublin offenbar nur am Rande zur Sprache.

Herr Pöhl legt Wert auf die Feststellung, dass er mit dem von der Kommission seit der Novembersitzung des Ausschusses eingeschlagenen Verfahren nicht einverstanden ist. Die Zentralbanken hatten in monatelanger harter Arbeit ein Bündel von Massnahmen zur Abänderung einiger Aspekte des EWS-Abkommens erarbeitet. Dieses bescheidene Massnahmenpaket war nahe daran, im November von den Zentralbankpräsidenten gebilligt zu werden, doch hatten diese respektiert, dass es einem ihrer Kollegen nicht möglich war, sich hinter dieses Paket zu stellen. Die Kommission kannte diese Lage und bereitete gleichwohl ein umfangreiches Schriftstück vor, das sie dem Europäischen Rat in Dublin, dem Rat der Wirtschafts- und Finanzminister und der Öffentlichkeit auf äusserst spektakuläre Weise präsentiert hat. In diesem Papier vermittelt die Kommission den Eindruck, dass der Rat ausgehend von diesen Vorschlägen Beschlüsse zu Fragen fassen könnte, von denen wenigstens zwei von drei in die ausschliessliche Zuständigkeit der Zentralbanken fallen. Darüber hinaus empfiehlt die Kommission dringend die eingehende Prüfung anderer Punkte wie der Aenderung oder Aufhebung der Annahmegrenze für den Saldenausgleich in ECU; auch hier weiss sie aber, dass eine solche Massnahme derzeit nicht möglich ist; einige Zentralbanken, so die Banque de France und die Deutsche Bundesbank, waren dafür, doch konnten nicht alle einer anderen Art von Gläubigerschutz ihre Zustimmung geben. Im übrigen kann das EWS sehr gut mit diesem Limit leben, das seit fast sechs Jahren in Kraft ist. Jedenfalls ist es nicht annehmbar, dass die Kommission fortfährt, dem Rat weitreichende Vorschläge über das EWS zu unterbreiten und damit dem Eindruck Vorschub leistet, sie wolle auf die Zentralbankpräsidenten Druck ausüben. Es geht hierbei nicht nur um die rechtliche und institutionelle Situation der Zentralbanken, die je nach Mitgliedsland verschieden ist, sondern auch um die jeweiligen Befugnisse und Kompetenzen der Kommission, des Rates und der Zentralbanken. In Sachen EWS ist es nicht die Kommission, die vorschlägt, der Rat, der verfügt, und der Ausschuss der Zentralbankpräsidenten, der ausführt. Die Kommission sollte das nicht vergessen und davon Abstand nehmen, mit allen Mitteln vollendete Tatsachen schaffen zu wollen, die zunächst Hoffnung wecken, auf die dann unvermeidlich die Enttäuschung folgt.

Herr Ciampi pflichtet den Ausführungen von Herrn Pöhl zum Vorgehen der Kommission, das alle Zentralbankpräsidenten überraschte, in vollem Umfang bei. Es handelt sich hierbei nicht um eine formalistische

Argumentation, sondern um Ueberlegungen zur Bedeutung der Aufgabe der Zentralbanken auf diesem Gebiet. In der Tat beruht das reibungslose Funktionieren des EWS weitgehend auf den förmlichen und formlosen Vereinbarungen zwischen den Zentralbanken. Nach viel Aufhebens um das EWS erscheint eine Ruhepause wünschenswert. In Anbetracht des Wunsches einiger Minister sowie der Tatsache, dass sich die Zentralbankpräsidenten im November fast einig waren, erscheint es jedoch als möglich, bis zum informellen Treffen am 13. und 14. April 1985 in Palermo eine Einigung zu erzielen.

Der Vorsitzende bemerkt hierzu, dass weder er noch der Vorsitzende des Währungsausschusses den Ministern einen Zeitplan oder ein mögliches Datum genannt haben.

Herr Duisenberg erklärt, dass er mit den Ausführungen von Herrn Pöhl über das von der Kommission eingeschlagene Verfahren völlig einverstanden ist. Er weist darauf hin, dass in dem Schriftstück der Kommission von ministeriellen Leit- oder Richtlinien für die Zentralbankpräsidenten die Rede ist. In den Niederlanden etwa ist die Befugnis der Regierung, der Zentralbank Richtlinien zu erteilen, an besondere und sehr klar definierte Verfahren gebunden, um die Zentralbankautonomie zu garantieren. Auch auf der Gemeinschaftsebene können die Zentralbanken bei Fragen, die in ihren Zuständigkeitsbereich fallen, keine Richtlinien akzeptieren, ohne dass hinsichtlich des Verfahrens Garantien bestehen. Der Ministerrat könnte die Zentralbankpräsidenten auffordern, bestimmte Massnahmen zu prüfen, doch wäre eine eventuelle Beschlussfassung den Zentralbankpräsidenten vorbehalten.

Herr Duisenberg erinnert daran, dass das Drei-Komponenten-Paket, von einem Zentralbankpräsidenten abgesehen, der es als unzureichend ansah, weitestgehende Zustimmung gefunden hatte. Die in Aussicht genommenen Aenderungen am Regelwerk des EWS müssen allerdings als Teil eines grösseren Ganzen verstanden werden, zu dem insbesondere auch die Liberalisierung des Kapitalverkehrs, die Verringerung der grösseren Schwankungsbreite der italienischen Lira, die Beseitigung des gespaltenen Devisenmarktes in einem Land und die Teilnahme des Pfund Sterling am Wechselkursmechanismus gehören. Es erscheint angezeigt, nicht auf das EWS in den allernächsten Monaten zurückzukommen und die Diskussion ein wenig später auf der Basis des mündlichen Berichts des Ausschussvorsitzenden an die Minister wiederaufzunehmen.

Der Vorsitzende stellt als Fazit der Aussprache der Zentralbankpräsidenten die Unzufriedenheit über das von der Kommission eingeschlagene Verfahren und den Wunsch nach einer gewissen Pause bei den Arbeiten am EWS fest.

#### IV. Verlängerung des Mechanismus der erneuerbaren Swaps im EWS

Der Vorsitzende verweist darauf, dass die Zentralbankpräsidenten eine Notiz des Sekretariats erhalten haben, in der vorgeschlagen wird, den Mechanismus der erneuerbaren Swaps im EWS unter denselben Bedingungen wie 1980 und 1982 zu verlängern; im übrigen hat er am gestrigen Montag, 10. Dezember, in Brüssel den Ministern gegenüber den Beschluss erwähnt, den die Zentralbankpräsidenten heute zu fassen gedenken.

Der Vorsitzende stellt das Einverständnis der Zentralbankpräsidenten in der Sache und mit dem Verfahren fest, d.h. damit, dass

1. in das Protokoll der folgende Wortlaut aufgenommen wird: "Um das Fortbestehen des Mechanismus der erneuerbaren Swaps im EWS über den 13. März 1985 hinaus zu gewährleisten, den Zeitpunkt, an dem laut Beschluss der Zentralbankpräsidenten vom 14. Dezember 1982 dieser Mechanismus endet, beschliessen die Zentralbankpräsidenten gemäss Artikel 20.1 des Abkommens vom 13. März 1979 zwischen den EWG-Zentralbanken über die Funktionsweise des EWS:
  - dass die in Artikel 17 Absatz 3 des genannten Abkommens erwähnten Gold- und Dollarswaps gegen ECU nicht am 13. März 1985 aufgelöst werden;
  - dass dieser Swapmechanismus für weitere zwei Jahre eingesetzt wird, an deren Ende die Gold- und Dollarswaps gegen ECU, sofern nicht einstimmig ein entgegengesetzter Entschluss gefasst wird, aufgelöst werden. Während dieses Zeitraums, also bis zum 13. März 1987, gelten für diesen Mechanismus die gleichen Bestimmungen des Abkommens vom 13. März 1979, jedoch unter dem Vorbehalt, dass die Zentralbankpräsidenten einstimmig beschliessen können, diesen Zeitraum zu verkürzen und den Mechanismus zu modifizieren, sollte der Uebergang zur institutionellen Phase des EWS vor dem 13. März 1987 stattfinden";

2. an den Präsidenten des Rates der Wirtschafts- und Finanzminister das Schreiben gesandt wird, dessen Wortlaut der Notiz des Sekretariats als Anlage beigelegt war.

V. Untersuchung der Geldpolitik in den EG-Ländern anhand

- des von der Expertengruppe unter dem Vorsitz von Herrn Raymond erstellten Berichts Nr. 25
- der Monatsstatistiken

A. Referat von Herrn Raymond

Die Expertengruppe hat Ende November zwei Berichte zur Verfügung gestellt: den Bericht Nr. 25 - die übliche halbjährliche Ausarbeitung über die Geldpolitik - und einen Sonderbericht über die Realzinsen, der eine Antwort auf von den Zentralbankpräsidenten kürzlich aufgeworfene Fragen gibt und sicherlich im Januar von den Zentralbankpräsidenten geprüft wird.

Der Bericht Nr. 25 lässt keine bedeutenden Veränderungen in der Konjunktur, den Wechselkursrelationen und der Geldpolitik seit dem Frühjahr erkennen, also verglichen mit der im Bericht Nr. 24 beschriebenen Lage.

Unter dem Einfluss günstiger internationaler Rahmenbedingungen, die 1985 vielleicht nicht mehr in dem Ausmass vorherrschen werden, haben die in den einzelnen Ländern ergriffenen Anpassungsmassnahmen positive Wirkung gezeigt. Die Inflationsraten sind weiter zurückgegangen; die Leistungsbilanzen geben weniger zu Sorgen Anlass als 1983, und dies trotz der schweren Schuldenlast einiger Länder; schliesslich hat sich die Konvergenz zwischen den Mitgliedstaaten verbessert, wenn sie auch noch unzureichend ist.

Diese Rückkehr zu einem besseren Gleichgewicht im Finanzsektor stand einem verhaltenen Wirtschaftsaufschwung und insbesondere einer Belebung der Investitionstätigkeit nicht entgegen; leider blieben jedoch grössere Auswirkungen auf die Beschäftigungslage aus.

Die Einkommenspolitik nimmt weiterhin eine den Währungsbehörden genehme Entwicklung: Flexibilität der Löhne und Gehälter, verbesserte Erträge der Unternehmen.

Bei den öffentlichen Haushalten sind demgegenüber nach wie vor nur geringe Fortschritte zu verzeichnen. Die Defizite haben sich "festgesetzt" und sind, obwohl ursprünglich weitgehend konjunkturell bedingt, inzwischen struktureller Natur. Zu diesem Punkt haben die Experten einen Absatz eingefügt, um auf Fragen zu antworten, die Herr Lamfalussy vor einiger Zeit gestellt hatte. Die Rückführung der Defizite in Relation zum BIP stellt sich als sehr schwierig heraus. Mit einem gewissen Erfolg wurden jedoch einige Anstrengungen unternommen, um eine solidere Finanzierung zu sichern.

Die Geldpolitik wurde behutsam auf ihrem alten Kurs gehalten, der als massvoll restriktiv bezeichnet werden kann. Nur in Deutschland liess es die wirtschaftliche Lage für angezeigt erscheinen, einen geringfügig expansiveren Kurs einzuschlagen.

Die quantitativen Zielvorgaben oder offiziellen Projektionen für 1984 werden eingehalten. In Frankreich und in Italien ist die Verlangsamung des Geldmengenwachstums, die im übrigen von den staatlichen Instanzen korrekt vorhergesehen wurde, zum Teil darauf zurückzuführen, dass sich als Folge finanzieller Innovationen die Substitution einzelner Geldkomponenten fortsetzt. Die Struktur der Gegenposten der Geldmenge hat sich weiter verbessert, und das Mittelaufkommen der Banken tendierte weiter zur Konsolidierung.

Die inflationsbereinigten Zinssätze sind stabil geblieben. Die Nominalzinssätze sind zurückgegangen, vor allem im zweiten Halbjahr, doch sind sie damit lediglich der Inflationsrate gefolgt.

Wie in der Vergangenheit empfehlen die Experten auch für 1985 eine nach Ländern differenzierte Geldpolitik. In mehreren Ländern ist nach wie vor eine Rückführung der Inflation und eine Konsolidierung der Zahlungsbilanz erforderlich. Die bis heute erzielten Fortschritte haben indes das Paritätengefüge im EWS widerstandsfähiger werden lassen und erleichtern seine Verteidigung, vorausgesetzt, die Entschlossenheit zur weiteren Verbesserung der Konvergenz erscheint ausreichend glaubhaft.

#### B. Referat von Herrn Breen

Die Stellvertreter haben den Bericht Nr. 25 erörtert. Sie stimmen im grossen und ganzen der Analyse und den Schlussfolgerungen der Experten zu. Es wurde geäussert, dass sich das Umfeld der Geldpolitik



gebessert hat, im Bereich der öffentlichen Finanzen hingegen schwerwiegende Probleme weiterbestehen.

Einige Stellvertreter haben darauf aufmerksam gemacht, dass die Belebung der privaten Kreditnachfrage weniger allgemein war, als dies der Bericht nahelegt, was insbesondere auf Irland und Belgien zutrifft, wo sie recht schwach blieb.

Wie bereits von Herrn Raymond erwähnt, haben die Stellvertreter von dem Sonderbericht der Experten über die Verfahren zur Berechnung bereinigter Zinssätze und die Bedeutung letzterer zur Kenntnis genommen. Es wird vorgeschlagen, diesen Bericht auf die Tagesordnung der Januarsitzung der Zentralbankpräsidenten zu setzen.

### C. Diskussion des Ausschusses

Herr Ciampi dankt Herrn Raymond und seiner Expertengruppe für ihre hervorragende Arbeit. Die wirtschaftlichen Aussichten seien ohne Zweifel günstiger als noch zu Beginn des Sommers. Indes sei die Hoffnung auf einen allgemeinen Aufschwung trotz des Abbaus der binnen- und aussenwirtschaftlichen Ungleichgewichte noch verfrüht, denn selbst wenn die Lage auf dem Arbeitsmarkt einen solchen durchaus rechtfertigen würde, sei die Gefahr einer erneuten Beschleunigung der Inflation immer noch gross. Den einzelnen Mitgliedstaaten zu empfehlen, im Rahmen ihrer Wirtschaftspolitik differenziert vorzugehen, sei deshalb nur folgerichtig, und wenn restriktive Massnahmen erforderlich seien, sollten sie in erster Linie bei den öffentlichen Finanzen ansetzen. 1985 werde es Ziel der italienischen Geldpolitik sein, für eine ausgewogene Finanzierung der Wirtschaftstätigkeit zu sorgen und dabei eine Senkung der jährlichen Inflationsrate auf 7% anzustreben. Für den Zusammenhalt innerhalb des EWS könne eine gewisse Differenzierung der Geldpolitik der Mitgliedsländer nur von Vorteil sein. Fortschritte in Richtung einer Konvergenz der wirtschaftlichen Entwicklung würden von den Märkten entsprechend honoriert und wirkten sich positiv auf das Wechselkursgefüge aus. Die derzeitigen Leitkurse erfüllten somit nach wie vor ihren Zweck, doch sei nicht auszuschliessen, dass sie durch ausserhalb des EWS liegende Faktoren nachteilig beeinflusst werden könnten.

Herr Leigh-Pemberton hebt hervor, wie wichtig die Entwicklung in den USA sein könnte. So sei ein weiteres Nachgeben der amerikanischen Zinssätze a priori zu begrüssen, doch könnte sich dies als sehr schädlich

für den in Europa eben erst einsetzenden Aufschwung erweisen, wenn es sich dabei mehr um eine Folge einer deutlichen Abschwächung der Wirtschaftstätigkeit in den USA als einer Verringerung des Haushaltsdefizits handelte. Daher stelle sich die Frage, inwieweit die europäischen Länder in der Lage seien, die Funktion einer Konjunkturlokomotive für die Weltwirtschaft zu übernehmen. In Grossbritannien dürfte sich das Wirtschaftswachstum 1985 mit einer Rate von etwa 2,5% fortsetzen und damit nahe an den 3% liegen, die für die gesamte EG möglich erschienen. Im Bericht Nr. 25 werde mit Recht vermerkt, dass die Inflationsgefahr in der Gemeinschaft nicht mehr gross sei; allerdings könnten in Grossbritannien die nach wie vor zu hohen Löhne in gewissem Umfang erneut Preissteigerungen induzieren. Die Entwicklung der Geldmenge M3 zeige einen recht uneinheitlichen Verlauf. Im November liege der Zuwachs oberhalb der Zielspanne, doch sei die Grundtendenz nach wie vor zufriedenstellend, und im Januar oder Februar dürfte sich die monetäre Expansion wieder innerhalb der Zielvorgabe vollziehen.

Herr Godeaux ist der Meinung, im Bericht Nr. 25 werde summarisch und sehr deutlich zum Ausdruck gebracht, wie die in der letzten Zeit ergriffenen Massnahmen zu beurteilen seien und was in den kommenden Monaten getan werden könnte. Insbesondere weist er im Zusammenhang mit den in Kapitel III "Kernpunkte der Geldpolitik" angestellten Ueberlegungen auf die Nützlichkeit einer differenzierten Geldpolitik innerhalb der EWG und auf die für einige Länder bestehende Möglichkeit hin, mittelfristige geldpolitische Massnahmen zu ergreifen, die ein stetiges Wirtschaftswachstum förderten. Mit den in Anlage II enthaltenen Zinsanalysen werde ein sehr wichtiges Problem angesprochen, vor dem die EG-Länder und vor allem Belgien in den nächsten Wochen stehen würden. Was Belgien angehe, so käme in der Position des belgischen Franc im EWS-Band noch nicht vollständig zum Ausdruck, dass beim Abbau der noch vor wenigen Monaten bestehenden grossen Ungleichgewichte Fortschritte erzielt worden seien. So habe das Leistungsbilanzdefizit beträchtlich verringert werden können, nämlich von bfr 114 Mrd. im Jahre 1982 auf bfr 28 Mrd. im Jahre 1983 und auf etwa bfr 15 Mrd. im Jahre 1984 (in den letzten Monaten sei die Leistungsbilanz aktiv bzw. ausgeglichen gewesen). Die langfristigen Kapitalabflüsse in Form von Käufen ausländischer Wertpapiere gäben zwar immer noch Anlass zur Sorge, doch sei der Nettokapitalexport spürbar zurückgegangen. Im

November habe sich die Inflation auf eine Jahresrate von 5,3% abgeschwächt, verglichen mit 6,9% und 8,9% ein Jahr bzw. zwei Jahre zuvor. Die Entwicklung der Investitionen im verarbeitenden Gewerbe verlaufe ebenfalls erfreulich. Getrübt werde dieses Bild weiterhin durch zwei Dinge: die Arbeitslosigkeit, die trotz eines sehr leichten Rückgangs in den letzten Monaten immer noch hoch sei, und das Defizit im Staatshaushalt. Die feste Verfassung des belgischen Franc sei durch eine rigorosere als bisher gehandhabte Politik zur Ausnutzung von Zinsvorteilen unterstützt worden. Indes sei die Zentralbank dem üblichen Druck von seiten der Befürworter einer Zinssenkung ausgesetzt. Ihr Handlungsspielraum sei sehr gering und könne nur dann grösser werden, wenn die EG-Länder, die in bezug auf Inflation und Zahlungsbilanz die grössten Fortschritte gemacht hätten, in irgendeiner Form tätig würden.

Herr Camdessus bezieht sich auf Kapitel III des ausgezeichneten Berichts der Expertengruppe und vertritt die Auffassung, dass Frankreich nicht zu den Ländern gehöre, die ihre binnen- und aussenwirtschaftlichen Ungleichgewichte in genügendem Masse abgebaut hätten, um in der Lage zu sein, mittelfristige geldpolitische Massnahmen zu ergreifen, die ein stetiges Wirtschaftswachstum förderten. Frankreich durchlaufe derzeit einen allmählichen Anpassungsprozess, der nur dann erfolgreich abgeschlossen werde könne, wenn die Bemühungen noch über einen längeren Zeitraum hinweg fortgesetzt würden. Deshalb werde bei geringfügiger Aenderung der Instrumente der Geldmengensteuerung - Herr de la Genière habe im November das neue Instrumentarium vorgestellt, das an die Stelle der bis dahin bestehenden Kreditbeschränkungen trete - die bisherige Politik der allmählichen Rückführung der Inflationsrate und der Verringerung der monetären Expansion beibehalten. Im Jahre 1984 habe die Zielvorgabe für das (sich auf Gebietsansässige beziehende) Geldmengenkonzept M2 5,5 bis 6,5% betragen und dürfte problemlos eingehalten werden, sofern es nicht, wie Ende Dezember 1983 geschehen, noch böse Ueberraschungen gebe. Für 1985 werde das Geldmengenziel auf 4 bis 6% festgelegt. Dieses Ziel stehe in Einklang mit den Aussichten auf eine ausgeglichene Zahlungsbilanz. Gegenüber der Zuwachsrate von 1984 fällt es mit einem Mittelwert von 5% somit um 1 Prozentpunkt niedriger aus.

Herr Chalikias weist darauf hin, dass sich das Haushaltsdefizit in Griechenland 1984 auf etwa 10,2% des BSP belaufen dürfte und damit

etwas höher ausfallen werde als geplant. Es sei beabsichtigt, 1985 den Fehlbetrag auf unter 10% zurückzuführen. Die Geldpolitik diene weiterhin der Realisierung zweier Ziele: die Kreditexpansion im privaten Sektor zu dämpfen - die Zuwachsrage sollte hier um 2 bis 3 Prozentpunkte niedriger sein als die des nominalen Volkseinkommens - und das Haushaltsdefizit so zu finanzieren, dass die negativen Auswirkungen auf die monetäre Gesamtlage am geringsten seien. Deshalb sollten in den kommenden Jahren die Schatzanweisungen öffentlich zum Verkauf gestellt und weit weniger liquide Vermögenswerte werden, als dies zur Zeit der Fall sei. Wie im ausgezeichneten Bericht der Expertengruppe zu Recht vermerkt werde, habe die kräftige Zunahme der Geldmenge M3 in Griechenland nicht dieselbe monetäre Bedeutung wie in anderen Ländern, da in Griechenland die privaten Haushalte nur in Form von Bankeinlagen Ersparnisse bilden könnten. Bei diesen Geldern handle es sich zum grössten Teil um Sichteinlagen und damit für die Sparer um äusserst liquide Aktiva. Da es jedoch keine Ausweichmöglichkeiten gebe, zeigten sie auch über lange Zeiträume hinweg kaum Veränderungen.

Herr Pöhl äussert sich lobend über den Bericht Nr. 25, in dem mit Recht die Fortschritte in Richtung einer besseren Konvergenz der wirtschaftlichen Entwicklung in den Mitgliedstaaten unterstrichen würden. Die in Dänemark, Frankreich und Italien bei der Liberalisierung des Kapitalverkehrs eingetretenen Erleichterungen seien ebenfalls hochwillkommen, und es sei sehr zu wünschen, dass weitere Fortschritte in diese Richtung angestrebt würden, wenn eine zunehmende Konvergenz dies zulasse. Liessen sich nicht mit Hilfe einer verstärkten Konvergenz auch die Zinsunterschiede zwischen den EG-Ländern verringern? Diese Unterschiede seien zweifelsohne eine Erklärung für die seit einigen Monaten zwischen den Ländern der Gemeinschaft zu beobachtenden umfangreichen Kapitalströme. Aufgrund der grossen Stabilität der innergemeinschaftlichen Wechselkurse nutzten die Anleger die Zinsdifferenzen aus. So seien beispielsweise die Zinsen für Anleihen des dänischen Staates etwa doppelt so hoch wie die Verzinsung vergleichbarer Anlagen in Deutschland. Somit sei es für deutsche Anleger interessant, dänische Papiere zu erwerben, und es könnte ihnen gleichermassen interessant erscheinen, trotz des mit der grösseren Schwankungsbreite verbundenen erhöhten Risikos italienische Schatzscheine zu kaufen. Die relative Schwäche der D-Mark im EWS-Kursband hänge folglich nicht nur mit der Dollarstärke, sondern auch mit diesen Kapitalströmen zusammen.

Die Zinsen am deutschen Kapitalmarkt hätten sich in den letzten Monaten ermässigt (sie betragen derzeit nicht ganz 7%), was um so bemerkenswerter sei, als sich dieser Zinssenkungsprozess in einer Zeit vollzogen habe, in der die D-Mark gegenüber dem US-Dollar und sogar gegenüber EWS-Währungen schwächer tendierte; gleichzeitig sei aber die Kuponsteuer abgeschafft worden. Ein derartiger Zinsrückgang sei gut für die Konjunktur, doch verstärke sich dadurch der Abwertungsdruck auf die D-Mark. 1984 werde die geldpolitische Zielgrösse uneingeschränkt realisiert werden können. Für 1985 müsse das Geldmengenziel, das in Kürze festgelegt werde, ein wenig enger gefasst werden, da für 1985 eine Teuerungsrate von 2% (verglichen mit 3% für 1984) prognostiziert werde. Auf jeden Fall sei es wichtig, erneut das entschlossene Festhalten an einem Kurs zu bekräftigen, dessen Ziel die binnen- und aussenwirtschaftliche Stabilität sei. Dies liege im Interesse Deutschlands und auch der EWS-Partnerländer, vor allem wenn sich der US-Dollar auf einem sehr hohen Niveau halten könne und dadurch Preissteigerungstendenzen ausgelöst würden, die die vielleicht ein wenig zu optimistischen Erwartungen bezüglich der Preisentwicklung im Jahre 1985 dämpfen könnten.

Herr Hoffmeyer macht darauf aufmerksam, dass mit der geplanten schrittweisen Liberalisierung des Kapitalverkehrs bereits 1979 begonnen worden sei, dass man jedoch 1983 einen grossen Schritt vorwärts gemacht habe. Zu dieser Zeit habe die reale Wachstumsrate des BSP 4% betragen, dies sei der höchste Wert in Europa gewesen, mit dem man nicht gerechnet habe. Ein derartiges Wirtschaftswachstum habe zu einigen Schwierigkeiten bei der Zusammenarbeit mit der Regierung geführt, wobei es namentlich um die Beurteilung der Konsumententwicklung gegangen sei. Für das Frühjahr 1985 würden ziemlich schwierige Lohnverhandlungen erwartet. Aus diesen Gründen und nicht zuletzt, um das Vertrauen in die dänische Krone sicherzustellen, sei die Zinspolitik nicht gelockert worden. Dies könne zwar dazu führen, dass Ausländer dänische Wertpapiere kauften und so bestimmte geldpolitische Ziele konterkariert würden, doch habe dafür die Kreditaufnahme im Ausland - insbesondere in Deutschland - durch staatliche dänische Adressen gestoppt werden können. Die möglichen Auswirkungen auf die D-Mark dürften insgesamt verschwindend gering sein.

Der Vorsitzende beschliesst die Diskussion mit seinem Dank an Herrn Raymond und die Expertengruppe für den ausgezeichneten Bericht Nr. 25,

der dem Ausschuss eine äusserst interessante Diskussion ermöglicht habe. Er erinnert daran, dass sich der Ausschuss im Rahmen der Erstellung des nächsten Halbjahresberichts im Mai 1985 erneut mit der Geldpolitik der EG-Länder befassen werde und dass die Zentralbankpräsidenten in der Zwischenzeit, d.h. im Januar 1985, den Sonderbericht über die bereinigten Zinssätze prüfen würden.

#### VI. Vorsitz im Ausschuss

Der Vorsitzende erklärt, dass er entsprechend dem seit vielen Jahren im Ausschuss eingehaltenen Grundsatz der längsten Zugehörigkeit zum Ausschuss sowie auf der Grundlage seiner Gespräche mit den Zentralbankpräsidenten, namentlich mit den Herren Pöhl und Duisenberg, Herrn Duisenberg als Vorsitzenden des Ausschusses der Präsidenten für die am 1. Januar 1985 beginnende normale Amtszeit von einem Jahr vorschlagen dürfe.

Der Vorsitzende stellt das Einverständnis des Ausschusses mit seinem Vorschlag fest.

Herr Duisenberg dankt seinen Kollegen für das ihm entgegengebrachte Vertrauen. Er bringt Herrn Ó Cofaigh gegenüber den Dank des Ausschusses zum Ausdruck für die unter dessen Vorsitz im Jahre 1984 geleistete beträchtliche Arbeit und für seine mit heiterer Gelassenheit und Sinn für Humor gepaarte Entschlossenheit, mit der er die Diskussionen des Ausschusses geleitet habe.

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

- Kurzer Bericht des Vorsitzenden über seinen Gedankenaustausch mit dem Gouverneur der Norges Bank

Der Vorsitzende erinnert daran, dass sich im Rahmen der im März/April 1984 vereinbarten Intensivierung der Zusammenarbeit zwischen den norwegischen Währungsbehörden und dem Ausschuss der Zentralbankpräsidenten der Vorsitzende des Ausschusses und Vertreter der Norges Bank alljährlich treffen. Das erste derartige Treffen habe heute morgen zwischen 9 und 10 Uhr stattgefunden, und das Sekretariat werde in Kürze eine kurze Mitteilung verschicken, in der die wichtigsten Punkte des erwähnten Gedankenaustausches zusammengefasst seien.

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

Der Vorsitzende teilt mit, dass nach dem ersten Kontakt im Oktober nunmehr dem Sekretariat am 5. Dezember 1984 telefonisch bestätigt worden sei, dass der Dooge-Ausschuss gerne informell die Meinung des Ausschussvorsitzenden zur derzeitigen Arbeit des Ausschusses sowie zu den Aussichten für das EWS und die monetäre Integration kennenlernen möchte. In der gleichen Sache habe man sich mit dem Sekretär des Währungsausschusses in Verbindung gesetzt.

Der Vorsitzende bittet Herrn Breen, die Ueberlegungen der Stellvertreter zu diesem Problemkreis vorzutragen.

A. Referat von Herrn Breen

Der Ausschuss der Stellvertreter befürworte insgesamt eine positive Reaktion auf die Initiative des Dooge-Ausschusses. Er sei jedoch der Ansicht, dass in der Antwort auch gewisse Vorbehalte zur Sprache kommen sollten. Insbesondere hielten es die Stellvertreter für sinnvoll, dem Ausschussvorsitzenden bei der Ausarbeitung der Standpunkte des Ausschusses, die er vorzulegen hätte, behilflich zu sein. Zu diesem Zweck sei es wichtig, möglichst viel über die Art und den inhaltlichen Umfang der Fragen, die gestellt würden, zu erfahren, damit der Ausschuss der Zentralbankpräsidenten in der Lage sei, sich darüber Gedanken zu machen, wie die Antworten im Kern zu formulieren seien. Für ein Treffen seien die beiden Termine 31. Januar und 14. Februar 1985 vorgeschlagen worden. Mit einem späteren Termin hätte man mehr Zeit für die Ausarbeitung der Stellungnahme des Ausschusses, und folglich wäre der 14. Februar 1985 vorzuziehen. In der Zwischenzeit wäre es zweckmässig, in ständiger Verbindung zum Sekretariat des Dooge-Ausschusses zu bleiben und ausserdem zu erfahren, in welcher Form der Währungsausschuss die ihm von seinem Vorsitzenden unterbreitete Aufforderung zu beantworten gedenkt.

B. Diskussion des Ausschusses

Der Vorsitzende stellt fest, dass die Stellvertreter folgendes vorschlagen:

- eine positive, aber nuancierte Antwort auf die Initiative des Dooge-Ausschusses;
- für ein Treffen den späteren Termin;
- Kontakte, um im voraus Näheres über die Fragen zu erfahren, die der Dooge-Ausschuss stellen würde, damit sich die Zentralbankpräsidenten in den Sitzungen des Ausschusses im Januar bzw. im Februar bezüglich der eventuell vom Vorsitzenden zu übermittelnden Antworten abstimmen könnten.

Nach Auffassung von Herrn Duisenberg ist das vorgeschlagene Verfahren annehmbar, er macht jedoch darauf aufmerksam, dass der 14. Februar für ihn als Vorsitzenden des Ausschusses im Jahre 1985 nicht in Frage komme.

Herr Hoffmeyer rechnet mit Schwierigkeiten, wenn der Dooge-Ausschuss Fragen ganz allgemeiner, mehr politischer bzw. institutioneller Art aufwerfen sollte. Derartige Fragen könnten die Präsidenten kaum beantworten.

Herr Camdessus erinnert daran, dass er als Vorsitzender des Währungsausschusses keine übermässige Eile an den Tag gelegt habe, auf die Initiative des Dooge-Ausschusses zu reagieren. Dies sei nun Sache seines Nachfolgers und des Währungsausschusses. Als Zentralbankpräsident hält es Herr Camdessus für etwas unklug, den Dooge-Ausschuss um einen Fragebogen zu bitten, denn dieser Ausschuss verfüge mit Sicherheit über ein leistungsfähiges und dynamisches Sekretariat und werde wahrscheinlich diffizile und weit in die Zukunft reichende Fragen vorlegen, bei denen die Gefahr bestehe, dass die Zentralbankpräsidenten sie abschlägig bzw. aufschiebend beantworten müssten. Es erscheine ratsamer, wenn der Vorsitzende des Ausschusses mit den Mitgliedern des Ad-hoc-Ausschusses ohne allzu grosse Vorbereitungen zusammentreffe und ihnen darlege, was zur Zeit getan werde, wo im Moment die Schwerpunkte lägen und wie nützlich eine Pause wäre, wenn die im EWS geplanten Verbesserungen vorgenommen worden seien.

Herr Godeaux unterstützt den Vorschlag von Herrn Camdessus. Man müsse vermeiden, Fragen zu provozieren, deren Beantwortung möglicherweise Nachteile mit sich bringen könnte, und man sollte auch nicht versuchen, den Bewegungsspielraum des Vorsitzenden des Ausschusses durch zuvor von



den Zentralbankpräsidenten starr formulierte Schlussfolgerungen einzuengen. Dem Vorsitzenden seien die einzelnen Standpunkte in ausreichendem Masse bekannt, um dem Dooge-Ausschuss einen nuancierten und realistischen Ueberblick über den Stand der Arbeiten des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten geben zu können.

Herr Breen schlägt vor, dass sich das Sekretariat des Ausschusses oder noch besser die Central Bank of Ireland, die freundschaftliche Kontakte zum Sekretär des Dooge-Ausschusses, einem irischen Beamten, unterhält, mit diesem in Verbindung setze, um sich auf offiziösem Wege ein klares Bild von den Fragen zu machen, die der Dooge-Ausschuss ansprechen könnte, und um gleichzeitig zu verstehen zu geben, dass der Ausschuss der Präsidenten der Zentralbanken sich ausserstande sehe, bestimmte Fragen zu beantworten.

Herr Pöhl merkt an, dass es nicht üblich sei, die Präsidenten um ihre Meinung zu bitten, und dass deshalb Höflichkeit angebracht sei. Der Vorschlag von Herrn Breen sei vernünftig, pragmatisch und nützlich, denn es sei wichtig zu erfahren, welche Fragen dem Dooge-Ausschuss vorschweben könnten. So könnten die Fragen ganz unterschiedliche Aspekte betreffen. Gehe es z.B. um die Funktion der ECU, so werde es keine Schwierigkeiten bereiten, den Stand der Arbeiten der Zentralbankpräsidenten darzulegen. Handle es sich dagegen um diffizile und weiterreichende Fragenkomplexe, wie die von Herrn Hoffmeyer angesprochenen (gemeinsame Zentralbank, gemeinsame Währung usw.), so müssten die Antworten unter Umständen lakonisch ausfallen. Auf jeden Fall könnten sich die Präsidenten nach den von Herrn Breen noch zu führenden Sondierungsgesprächen in der Januar- oder Februarsitzung beraten und ihr weiteres Vorgehen miteinander abstimmen.

Der Vorsitzende hält es für zweckmässig, sich die Ueberlegungen von Herrn Pöhl zu eigen zu machen, die den Vorschlag von Herrn Breen mit einbeziehen und somit beinhalten, dass Herr Breen einen entsprechenden Auftrag erhalte. Es gehe nicht darum, einen Fragebogen anzufordern, sondern darum, die Intentionen des Dooge-Ausschusses näher kennenzulernen. Anschliessend könnten die Präsidenten in der Januar- oder Februarsitzung überlegen, welchen Standpunkt man einnehmen solle bzw. was zu unternehmen sei.

VIII. Zeit und Ort der nächsten Sitzung

Die nächste Sitzung findet am Dienstag, dem 8. Januar 1985, um 10 Uhr in Basel statt.

Ausschuss der Präsidenten  
der Zentralbanken der Mitgliedstaaten  
der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft

11. Dezember 1984

Vertraulich  
Uebersetzung

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

---

NOVEMBER 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 November und in den ersten Dezembertagen 1984.

I. ENTWICKLUNG DER WECHSELKURSE

Im November zeigten sich auf den Devisenmärkten folgende Haupttendenzen:

- starke Schwankungen des US-Dollars, ohne dass sich der Kurs per saldo wesentlich änderte;
- Fortbestehen der Stabilität innerhalb des EWS;
- eine verglichen mit den europäischen Währungen relative Stabilität des japanischen Yen und des kanadischen Dollars gegenüber dem US-Dollar.

In der ersten Novemberwoche musste der US-Dollar kräftige Kurseinbussen hinnehmen, doch konnte er sich anschliessend wieder erholen und notierte Ende November gegenüber den europäischen Währungen um etwa 2% und gegenüber dem japanischen Yen und dem kanadischen Dollar um 1/2% höher als am Monatsanfang. Auftrieb erhielt der Dollarkurs durch eine lebhafte kommerzielle Nachfrage und den Umstand, dass das Zinsgefälle, um

---

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

Inflationserwartungen bereinigt, den US-Dollar weiter begünstigen dürfte. Die dem US-Dollar zugute kommenden Marktzinsdifferenzen haben sich zwar im Verlaufe des Novembers erheblich verringert, doch blieb dies ohne nennenswerte Auswirkungen auf die Devisenmärkte. Mit dem Wahlsieg Präsident Reagans und der Senkung des Diskontsatzes um 1/2 Prozentpunkt auf 8 1/2% durch das Federal Reserve mit Wirkung vom 21. November 1984 hatte man weitgehend gerechnet, so dass diese beiden Ereignisse den Dollarkurs nur vorübergehend beeinflussten.

Die Entwicklung innerhalb des EWS verlief weiterhin in ruhigen Bahnen, und die Ausdehnung des engen Kursbandes war nach wie vor deutlich von der maximal zulässigen Schwankungsbreite entfernt. Die D-Mark, der französische Franc und der niederländische Gulden notierten nahe bei ihren bilateralen Paritäten, gaben jedoch innerhalb des EWS leicht nach. Mehrere Partnerzentralbanken haben ihre DM-Käufe fortgesetzt.

Die D-Mark war von der Befestigung des US-Dollars stärker betroffen als andere Währungen. Die Verringerung der Zinsdifferenz zwischen Dollar und D-Mark und die auf eine weitere Verlangsamung des US-Wirtschaftswachstums hindeutenden Konjunkturdaten blieben ebenso ohne Rückwirkung auf die Dollar/DM-Kursrelation wie die Anzeichen eines sich verstärkenden Aufschwungs der deutschen Wirtschaft und einer weiteren Aktivierung der deutschen Handels- und Leistungsbilanz. Wenn die D-Mark gegenüber dem Dollar zeitweise auch an Boden gewinnen konnte, so lag sie am Monatsende per saldo mit DM 3,10 doch rund 7 Pfennige schwächer als einen Monat zuvor. In der grossen Schwankungsbreite zwischen DM 2,90 und 3,10 kam die gegenwärtige Unsicherheit der Märkte zum Ausdruck.

Die Abschwächung der D-Mark gegenüber dem US-Dollar brachte der D-Mark trotz namhafter intramarginaler DM-Käufe anderer EWS-Zentralbanken in der zweiten Hälfte des Berichtsmonats im EWS leichte Kurseinbussen. Auch gegenüber dem Yen gab die D-Mark etwas nach.

Der französische Franc notierte stabil dank ausgeglichener kommerzieller Transaktionen und hielt sich gut in der Mitte des engen Bandes. Die Bekanntgabe eines Leistungsbilanzüberschusses in Höhe von FF 3,5 Mrd. im dritten Quartal 1984 wurde von den Märkten positiv aufgenommen.

Der belgische Franc konnte sich insbesondere ab Mitte November innerhalb des EWS leicht befestigen. Sein Abstand zur stärksten Währung

im engen Kursband betrug weiterhin etwa 1,2%, während sich die Abweichung gegenüber der D-Mark, dem holländischen Gulden und dem französischen Franc um 1/4 Prozentpunkt verringerte.

Der holländische Gulden fiel im Verlaufe des November leicht unter die Mitte des EWS-Bandes zurück, blieb jedoch in der Nähe der D-Mark und des französischen Franc.

Die dänische Krone war fast den gesamten November hindurch die stärkste Währung im engen Band, was vor allem auf umfangreiche private Kapitalimporte zurückzuführen war.

Das irische Pfund festigte sich im engen Band unter anderem infolge des Anstiegs der irischen Zinssätze. Die Central Bank of Ireland erhöhte ihren Zins für kurzfristige Kredite am 5. November von 11 1/2 auf 13% und am 27. November auf 13 1/2%.

Im November schwankte die italienische Lira in engen Grenzen am oberen Ende des engen Bandes. Die Banca d'Italia erwarb den ganzen November hindurch Dollar und in der zweiten Monatshälfte, als sich die D-Mark im EWS abschwächte, begann sie D-Mark zu kaufen.

Das Pfund Sterling festigte sich in den ersten Novembertagen. Beigetragen dazu haben die abnehmende Streikbereitschaft der Bergarbeiter, die leicht gewachsene Zuversicht, dass sich die Oelpreise nicht weiter ermässigen würden, sowie ein allgemein schwächerer US-Dollar. Eine zweimalige Herabsetzung der Basiszinssätze um jeweils 1/2 Prozentpunkt auf 9 1/2% verkraftete der Markt ohne Schwierigkeiten. In der Folge schwächte sich das Pfund Sterling aufgrund eines erneuten Nachgebens der Oelpreise und der Dollarstärke wieder ab. Lebhaftes Anlegerinteresse verhalf dem Pfund Sterling gegen Ende des Monats zu einer Befestigung, so dass der Index des gewogenen Aussenwerts den Monat unverändert mit 74,9 abschloss.

Die griechische Drachme verbilligte sich gegenüber dem US-Dollar per saldo um 1,9%, notierte gegenüber der ECU nahezu unverändert und gewann auf der Basis ihres gewogenen Aussenwerts 0,2%.

Der Schweizer Franken konnte Anfang November gegenüber den anderen Währungen leicht zulegen, geriet dann jedoch in der zweiten Monatshälfte deutlich, wenn auch nur für kurze Zeit unter Druck. Diese Wechselkursentwicklung stand in Gegensatz zur Entwicklung der Zinssätze für Eurofranken. Per saldo blieb der Kurs des Schweizer Frankens gegenüber den EWS-Währungen in etwa gleich.

Die norwegische Krone lag gemessen an ihrem gewogenen Aussenwert stabil; die Abschwächung gegenüber dem US-Dollar wurde durch eine leichte Befestigung gegenüber der ECU ausgeglichen.

Aufgrund einer etwas stärkeren kommerziellen Devisennachfrage tendierte die schwedische Krone etwas leichter, der Währungsindex stieg von 129,9 auf 130,6.

In der ersten Novemberwoche verteuerte sich der kanadische Dollar gegenüber dem US-Dollar, notierte anschliessend leichter gegenüber der US-Währung. Der Kursrückgang vollzog sich trotz beträchtlicher Zinsunterschiede zugunsten des kanadischen Dollars und positiver Wirtschaftsdaten, da die Marktteilnehmer den saisonbedingt zu erwartenden kommerziellen Anspannungen und dem allgemein stärkeren US-Dollar mehr Beachtung schenkten. Allerdings konnte sich der kanadische Dollar gegenüber den meisten anderen wichtigen Währungen befestigen.

Der japanische Yen verbilligte sich im November gegenüber dem US-Dollar um 1/2%. Ursache der massiven Kapitalabflüsse waren Portfolioinvestitionen am US-Anleihemarkt sowie die Emission von Samurai-Bonds und die Vergabe sonstiger Yenkredite. Der Yen gewann gegenüber den wichtigsten europäischen Währungen etwa 1 1/2% an Wert, da für Europa niedrigere Zinssätze erwartet wurden.

## II. INTERVENTIONEN

### A. Interventionen in US-Dollar

Im November beliefen sich die Dollarkäufe der Zentralbanken netto auf US-\$ 0,4 Mrd., verglichen mit US-Dollar-Käufen in Höhe von netto 0,2 Mrd. im Oktober. Der Nettowert von November ergab sich aus Bruttokäufen von US-\$ 1,8 Mrd. und Bruttoverkäufen von US-\$ 1,4 Mrd. Die wichtigsten Nettokäufer von Dollar waren die Norges Bank, die Bank of England, die Danmarks Nationalbank und die Banca d'Italia, während auf der Verkäuferseite hauptsächlich die Deutsche Bundesbank in Erscheinung trat.

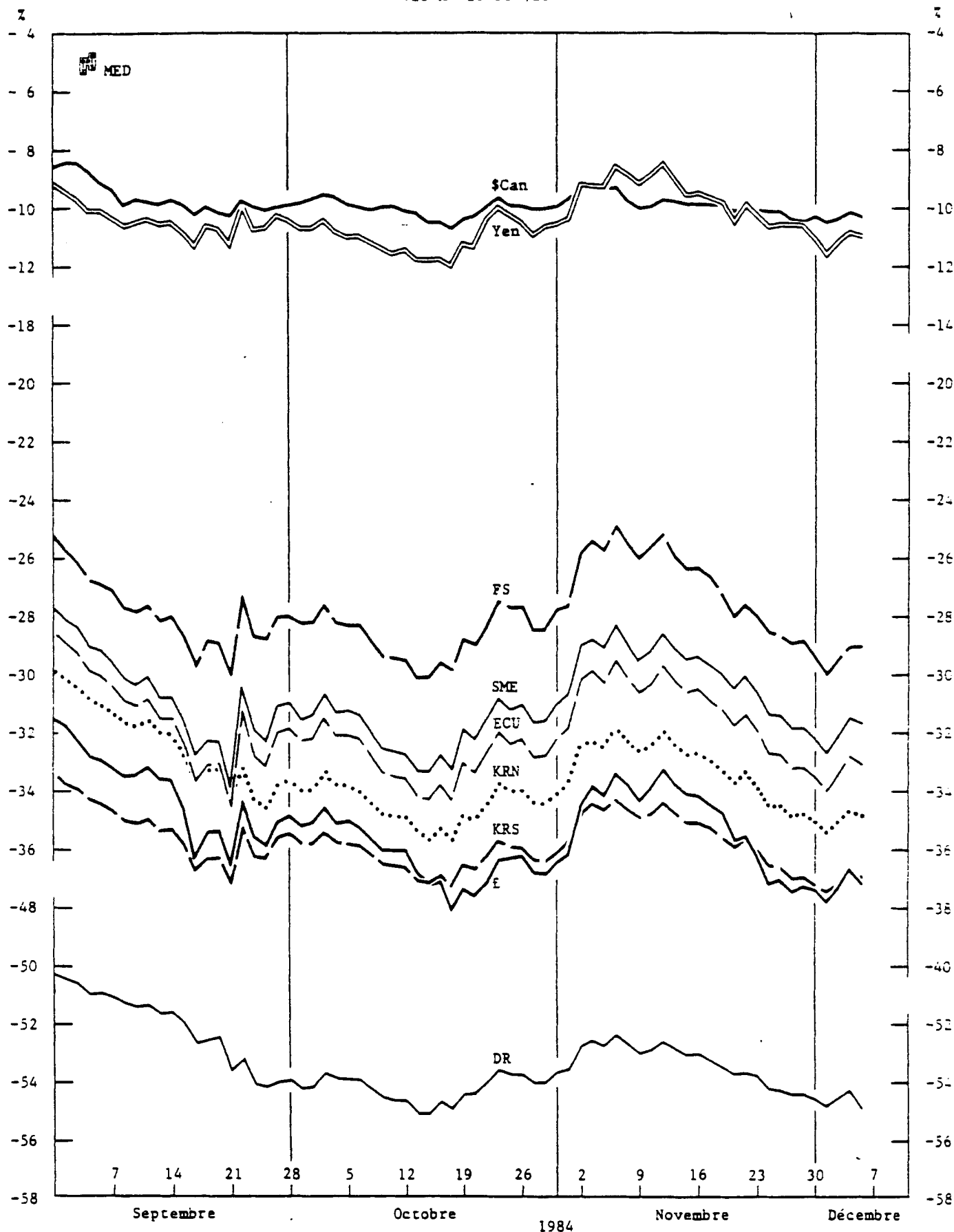
## B. Interventionen in Gemeinschaftswährungen

Die Bruttointerventionen in Gemeinschaftswährungen betragen im November umgerechnet US-\$ 0,7 Mrd., verglichen mit US-\$ 0,4 Mrd. im Oktober. Sie bestanden aus intramarginalen DM-Käufen und -Verkäufen der Banque de France sowie aus intramarginalen DM-Käufen der Banque Nationale de Belgique, der Danmarks Nationalbank und der Banca d'Italia.

## III. DIE ERSTEN DEZEMBERTAGE

Der Kurs des US-Dollars schwankte weiter bei relativ geringen Umsätzen, ohne dass sich eine klare Tendenz herausbildete. Innerhalb des EWS herrschte weiterhin Ruhe. Die italienische Lira, die dänische Krone und das irische Pfund tendierten fest am oberen Ende des Kursbandes und konnten gegenüber den anderen Partnerwährungen etwas zulegen.

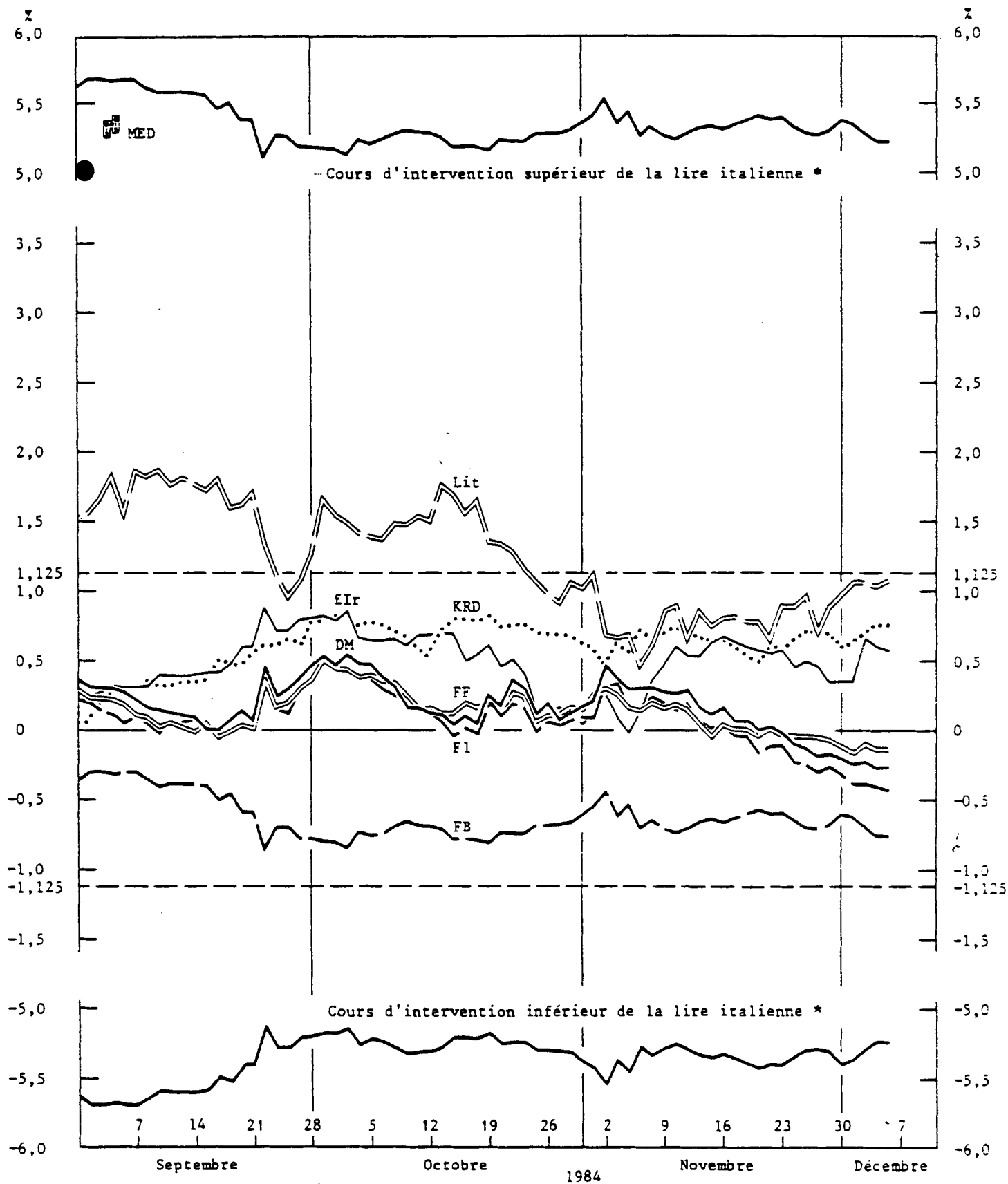
EVOLUTION DE L'ECU, DU COURS MEDIAN DES MONNAIES PARTICIPANT AU SME  
 ET DES MONNAIES DES AUTRES BANQUES CENTRALES PARTICIPANT A LA  
 CONCERTATION SUR LA BASE DES COURS RELEVES LE 31 DECEMBRE 1981  
 VIS-A-VIS DU \$EU \*



\* 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.

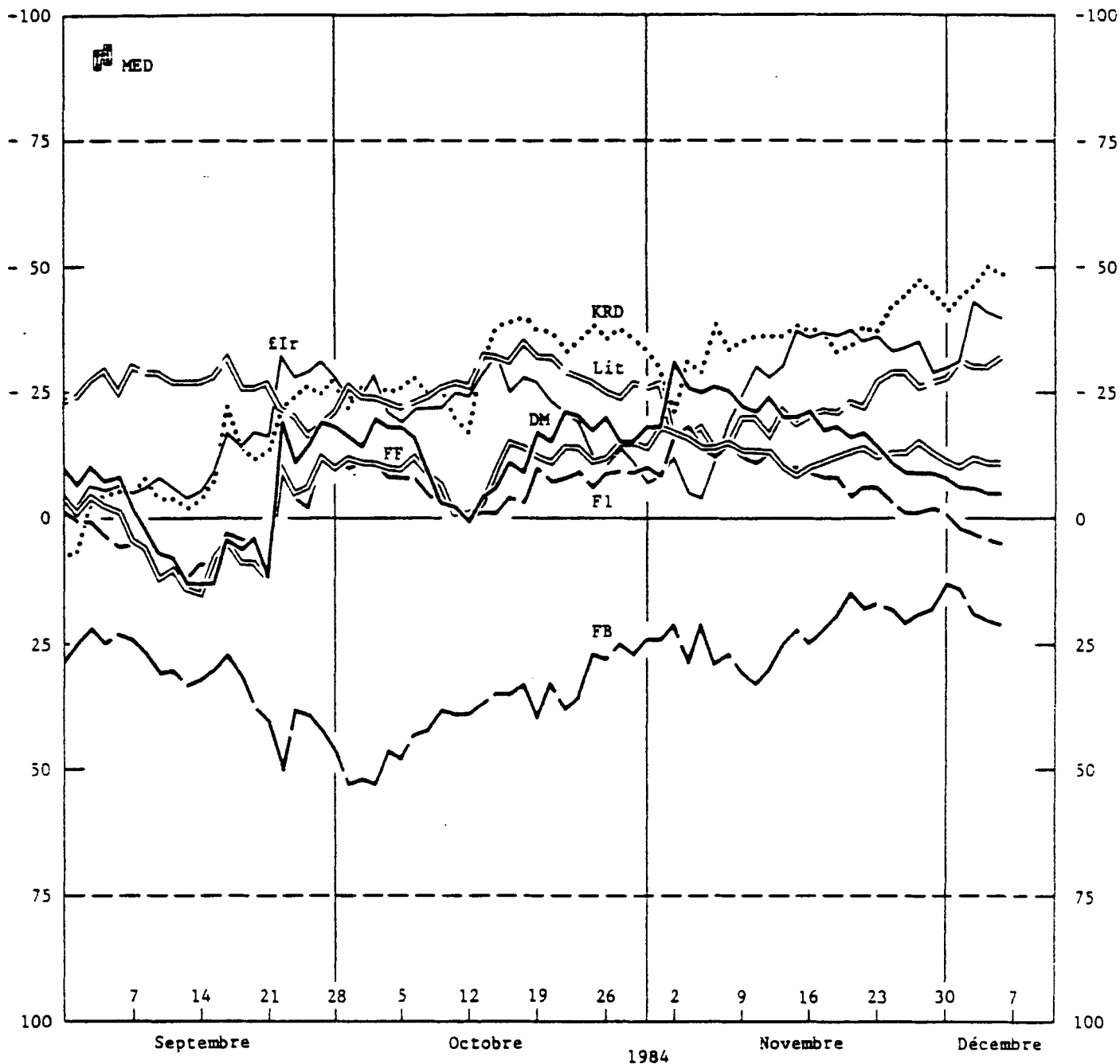


MOUVEMENTS A L'INTERIEUR DE LA GRILLE DE PARITES DU SME  
 CALCULES SUR LA BASE DES COURS OFFICIELS DE L'ECU DANS LES  
 DIFFERENTES MONNAIES PARTICIPANTES



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

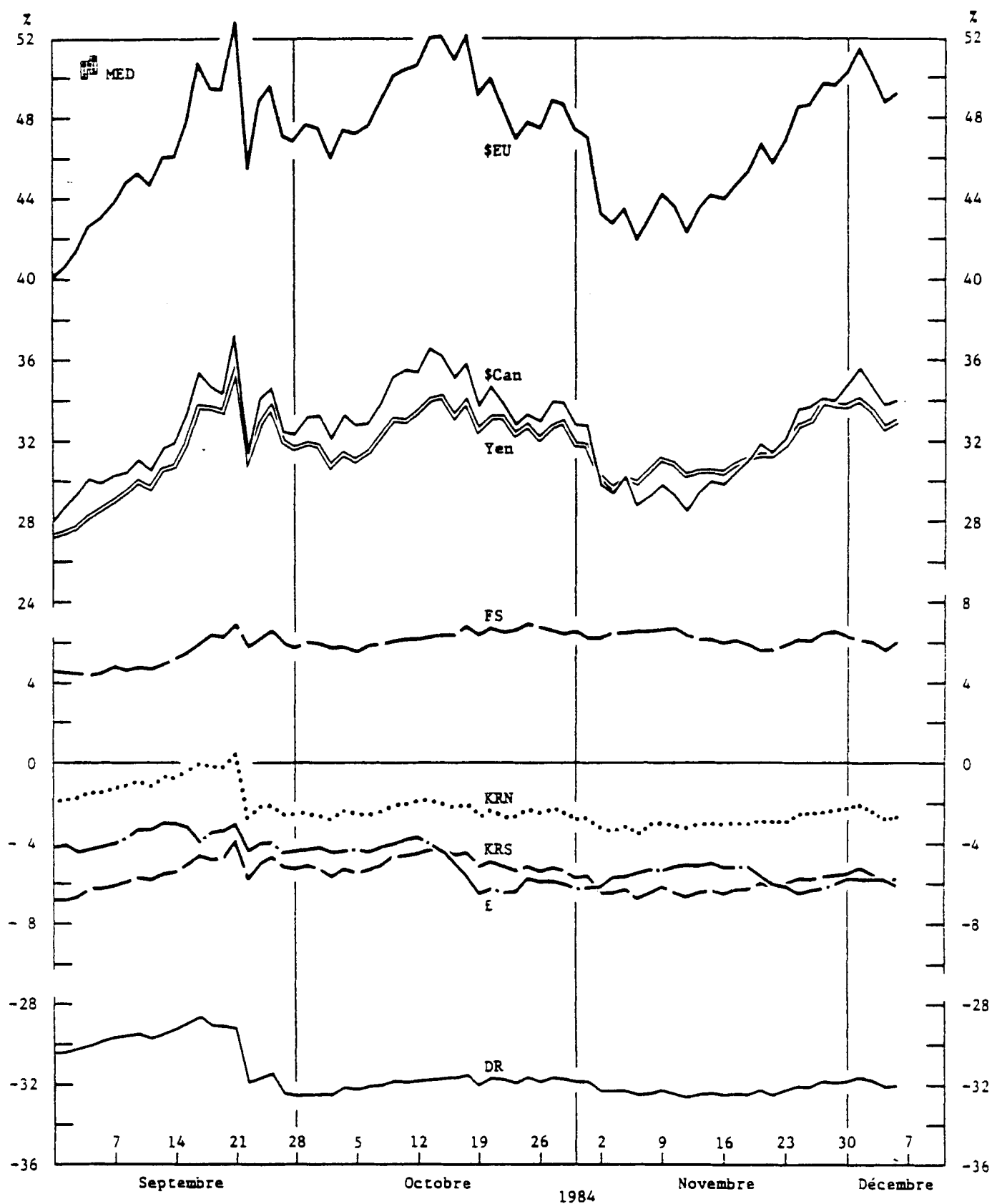
## EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE •



• 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.

6 décembre 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.