

PROTOKOLL\*

DER 193. SITZUNG DES AUSSCHUSSES DER PRAESIDENTEN  
DER ZENTRALBANKEN DER MITGLIEDSTAATEN  
DER EUROPÄISCHEN WIRTSCHAFTSGEMEINSCHAFT  
BASEL, DIENSTAG, 12. FEBRUAR 1985, 10 UHR

---

Anwesend sind: der Präsident der Nederlandsche Bank und Ausschussvorsitzende, Herr Duisenberg, begleitet von den Herren Szász, Boot und Brockmeijer; 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 Central Bank of Ireland, Herr Ó Cofaigh, begleitet von Herrn Breen; der Gouverneur der Banca d'Italia, Herr Ciampi, begleitet von den Herren Dini und Maserà; der Gouverneur der Bank of England, Herr Leigh-Pemberton, begleitet von den Herren Loehnis und Balfour; Herr Matthes, Stellvertretender Generaldirektor für Wirtschaft und Finanzen der Kommission der Europäischen Gemeinschaften, begleitet von Herrn Mingasson; der Sekretär des Währungsausschusses, Herr Kees; der Generaldirektor des Luxemburgischen Währungsinstituts, Herr Jaans. Zugewegen ist ferner Herr Dalgaard, Vorsitzender der Expertengruppe. Ebenfalls anwesend sind der Generalsekretär des Ausschusses, Herr Morelli, und sein Beigeordneter, Herr Bascoul, sowie die Herren Scheller und Mortby und die Herren Lamfalussy und Dagassan.

---

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

I. Billigung der Protokolle der 191. und 192. Sitzung

Der Ausschuss billigt einstimmig die Protokolle der 191. Sitzung (11. Dezember 1984) und der 192. Sitzung (8. Januar 1985), vorbehaltlich einiger Aenderungen redaktioneller Art, die im endgültigen Text berücksichtigt werden.

II. Gedankenaustausch über das Funktionieren der innergemeinschaftlichen Konzertation und die monetäre Entwicklung in den Ländern der Gemeinschaft:

- Vorlage des Berichts über die Entwicklung an den Devisenmärkten der an der Konzertation beteiligten Länder im Januar und in den ersten Februartagen 1985;
- Verabschiedung des Ausschussberichts an die Finanzminister der EG-Länder;
- Monatsstatistiken.

Herr Dalgaard kommentiert kurz den dem Protokoll beigelegten Bericht und macht die Präsidenten auf die im Januar eingetretene Diversifizierung der Interventionen aufmerksam. So wandten sich angesichts der Dollarstärke die am EWS beteiligten Zentralbanken, die intramarginale Interventionen vornahmen, verstärkt der D-Mark zu. Da jedoch die Deutsche Bundesbank in einigen Fällen das Volumen möglicher Käufe ihrer Währung begrenzt hatte, intervenierten die EWS-Partnerzentralbanken in holländischen Gulden, Schweizer Franken, Yen und privaten ECU. Der grösste Teil dieser Interventionen, die sich im Januar auf insgesamt US-\$ 700 Mio. bzw. auf fast die Hälfte des Betrages der DM-Käufe beliefen, war neu.

Herr Szász erklärt, dass die Stellvertreter die Annahme des Konzertationsberichts durch den Ausschuss empfehlen.

Der Vorsitzende stellt die Annahme des den Finanzministern nach dem üblichen Verfahren zuzuleitenden Berichts durch den Ausschuss fest. Er macht die Zentralbankpräsidenten auf den engen Zusammenhang aufmerksam, der zwischen mehreren Tagesordnungspunkten, insbesondere zwischen den Punkten II, III und auch IV, besteht.

### III. Gedankenaustausch über die Kursentwicklung des Dollars und die sich für das EWS daraus ergebenden Implikationen

Herr Szász gibt einen Ueberblick über die wesentlichen Punkte der Diskussion der Stellvertreter über den Anstieg des Dollarkurses und dessen Auswirkungen auf das EWS. Insgesamt gesehen sei das derzeitige Kursniveau des Dollars wenig befriedigend, langfristig dürfte es sich nur schwer halten lassen, und über kurz oder lang werde der Kurs zwangsläufig umkippen. Bis es soweit sei, könne der hohe Dollarkurs zu falschen Investitionsentscheidungen und zu einer Fehlleitung der Handelsströme führen. Da eine grundlegende Lösung des Problems nicht in Sicht bzw. nur wenig wahrscheinlich sein dürfte, solange die USA ihr Haushaltsdefizit nicht abbauen (was kaum zu erwarten ist), haben die europäischen Länder offensichtlich nur geringe Möglichkeiten, der Dollarhausse Einhalt zu gebieten. Die koordinierten (bzw. locker koordinierten) Interventionen erschienen den Stellvertretern, die zu diesem Punkt zwei Einschränkungen vorbrachten, besonders interessant. Zum einen ist hier die Haltung der USA zu nennen, die auf der Skepsis bezüglich der Wirksamkeit der Interventionen beruht und auch von der Furcht bestimmt wird, diese könnten sich als zu wirksam erweisen und einen Kurssturz des Dollars bewirken. Zum anderen würden sich Interventionen, deren monetäre Effekte kompensiert werden, in der Regel nur in begrenztem Umfang als wirksam erweisen, während Interventionen, deren monetäre Effekte nicht kompensiert werden, unerwünschte Auswirkungen auf die Geldpolitik im Inland hätten. Bezüglich der Nützlichkeit der sogenannten koordinierten Interventionen wichen die Meinungen etwas voneinander ab. Einige Stellvertreter glauben, dass die Interventionen keine Wirkung zeigen können, da sich die genannten Einschränkungen nicht beseitigen lassen. Andere sind der Ansicht, dass sie sich bis zu einem gewissen Grade auswirken. Wie dem auch sei, das Problem der Glaubwürdigkeit der Zentralbanken dürfe in diesem Zusammenhang nicht vergessen werden.

Im Bereich der Zinspolitik wäre noch darauf hinzuweisen, dass keine Zentralbank der EG-Mitgliedstaaten die Zinsen anheben möchte, um den Anstieg des Dollarkurses zu bremsen.

Schliesslich beschäftigten sich die Stellvertreter mit der bereits von Herrn Dalgaard angesprochenen Frage der intramarginalen Interventionen in EWS-Währungen, insbesondere mit dem Umstand, dass die

Zentralbanken, deren Währung anstelle des Dollars verwendet wird, nicht immer bereit sind, ihre Zustimmung zum Kauf ihrer Währung zu geben.

Herr Lamfalussy macht die im folgenden zusammengefasst wiedergegebenen Ausführungen. Eine Art, die Dollarfrage anzugehen, besteht darin, nach Mitteln und Wegen zur Verhinderung des Kursanstiegs des Dollars zu suchen oder nach den praktischen Problemen zu fragen, die sich aus diesem Höhenflug derzeit ergeben. Die Stellvertreter haben sich mit diesen Fragen beschäftigt, und Herr Szász hat hierüber Bericht erstattet. Ein anderer Ansatz besteht darin, dass man überlegt, auf welche Weise sich die europäischen Länder auf einen möglichen Fall des Dollars, dessen Zeitpunkt ungewiss ist, vorbereiten müssten. Diese Frage kann man auf zwei verschiedene Arten angehen:

- Entweder man konzentriert sich auf die potentiell als Störfaktoren einzuschätzenden Dollarrückflüsse im Kapitalverkehr und denkt dann an die Festigung der D-Mark und an mögliche Spannungen im EWS, wobei man als Gegenmassnahme beispielsweise eine Erweiterung der Schwankungsmargen oder einen Einsatz der angesammelten DM-Reserven in Betracht ziehen kann.
- Oder man geht der grundsätzlichen Frage nach, die sich stets bei Wechselkursen stellt, nämlich der Frage nach der Entwicklung der realen Wechselkurse und somit der Wettbewerbspositionen, worauf nachfolgend unter Zuhilfenahme von Grafiken und einer Tabelle, die den Notenbankgouverneuren ausgehändigt und dem Protokoll als Anlage beigefügt wurden, eine Antwort zu geben versucht wird.

Die Frage, die sich aus dieser Sicht stellt, kann wie folgt zusammengefasst werden. Legt die Entwicklung der realen Wechselkurse während der letzten zwei oder drei Jahre den Schluss nahe, dass es bei einem Kursrückgang des Dollars zu Wechselkursspannungen innerhalb des EWS kommen kann? Anders ausgedrückt: Bestehen derzeit grössere Abweichungen von der Kaufkraftparität, die durch die Dollarstärke vorläufig überdeckt werden? Ein Kursrückgang des Dollars hätte natürlich einen Anstieg des realen Wechselkurses der Währungen der EWS-Partnerländer zur Folge, was eine Aenderung der Paritäten im EWS erforderlich machen könnte, um die internationale Wettbewerbsfähigkeit des einen oder anderen Landes zu

erhalten. Eine solche Fragestellung ist zwar gegenwärtig nicht aktuell, muss jedoch von der Währungspolitik langfristig ins Kalkül einbezogen werden.

Eine Einschätzung der realen Wechselkurse trifft auf technische Probleme und auf Auslegungsschwierigkeiten. Bei ersterem handelt es sich um zwei Arten von Problemen:

- zum einen geht es um die Frage, welcher Deflator für den Uebergang von nominalen zu realen Wechselkursen zugrunde zu legen ist (die Grafiken sind nach dem einfachsten Verfahren auf der Basis der Verbraucherpreise erstellt; die in der Tabelle verwendeten Indices der Lohnstückkosten - möglicherweise aufschlussreicher, aber nur mit einer gewissen Verzögerung verfügbar - lassen teilweise ähnliche und teilweise unterschiedliche Ergebnisse erkennen);
- zum anderen geht es um die Wahl der zeitlichen Ausgangsbasis; für die Grafiken wurde der Zeitpunkt des Inkraftsetzens des EWS gewählt, ohne dass damit angedeutet werden soll, dass damals die Wechselkurse zwangsläufig im Gleichgewicht waren.

Sehr viel schwerwiegender sind die Schwierigkeiten bei der analytischen oder ökonomischen Interpretation; es geht nämlich um die Frage, welche Wechselkurskurve zu untersuchen ist: die Kurve der bilateralen Wechselkurse im EWS oder die des Index des gewogenen Aussenwerts. Beide Konzepte sind für jedes EG-Land in den Grafiken dargestellt: der bilaterale Wechselkurs gegenüber der D-Mark und der gewogene Aussenwert mit dem Wägungsschema des IWF.

Bei aller angesichts der dargelegten Schwierigkeiten angebrachten Vorsicht hinsichtlich der Interpretation können die Grafiken der einzelnen Länder wie folgt kommentiert werden:

#### Belgien

Die oberen, den bilateralen Wechselkurs gegenüber der D-Mark darstellenden Kurven lassen zu Beginn des Jahres 1982 - im Zusammenhang mit der Leitkursanpassung - eine sehr ausgeprägte und abrupte Verbesserung der Wettbewerbsposition des belgischen Franc gegenüber der D-Mark und eine geringfügige Preisgabe dieser Position seit Anfang 1984 erkennen.

Gemessen von der Ausgangsbasis verbleibt ein Wettbewerbsvorsprung in der Grössenordnung von 10%, der auf Lohnstückkostenbasis bedeutender wäre (vgl. die Tabelle der Anlage). Unter dem Blickwinkel der multilateralen Kursrelationen ist der Gewinn Belgiens an Wettbewerbsfähigkeit noch grösser; er setzte zu Beginn des Jahres 1980 ein und hielt unter dem Einfluss der Abwertung des belgischen Franc und des nachfolgenden Höhenflugs des Dollars sowie - in geringerem Masse - des Kursanstiegs des Yen und wohl auch des kanadischen Dollars an. Daraus lässt sich folgern, dass eine Abwärtsbewegung des Dollars, auch wenn sie relativ bedeutend und von parallel verlaufenden Kursrückgängen des Yen und des kanadischen Dollars begleitet wäre, für den Wechselkurs des belgischen Franc keine grösseren Probleme mit sich bringen sollte. Vernachlässigt man einmal - als Hypothese - jene Kapitalflüsse, die nicht in das Bild dieser Analyse passen würden, so kann man wohl davon ausgehen, dass Belgien im Fall eines Schwächerwerdens des Dollars über einen relativ grossen Handlungsspielraum verfügt.

#### Dänemark

Die Lage dieses Landes unterscheidet sich ein wenig, aber nicht grundsätzlich von der Belgiens: Auf multilateraler Kursbasis hat Dänemark einen spektakulären Wettbewerbsvorsprung erzielt, während er gegenüber der D-Mark relativ schwach ausgeprägt ist.

#### Frankreich

Der französische Franc verzeichnete zu Beginn der Berichtsperiode gegenüber der D-Mark eine sehr deutliche Verschlechterung der Wettbewerbsposition. Diese Verschlechterung kehrte sich durch drei Leitkursneufestsetzungen in ihr Gegenteil. Seit dem Frühjahr 1983 haben sich dann aufgrund des Fortbestehens eines verhältnismässig beträchtlichen Inflationsgefälles erneut Einbussen bei der Wettbewerbsfähigkeit ergeben. Immerhin stellt sich die derzeitige Situation günstiger dar als die von 1981. Auf der Basis der multilateralen Kursrelationen verzeichnete hingegen Frankreich eine beträchtliche Zunahme seiner Wettbewerbsfähigkeit, und dieser Vorsprung konnte bisher gehalten werden. Das Land scheint somit für den Fall eines Umkippen des Dollarkurses über einen gewissen Handlungsspielraum zu verfügen.

### Irland

Da die D-Mark für das irische Pfund sehr viel geringere Bedeutung hat als für die anderen Währungen der Gemeinschaft, müsste man an ihre Stelle das Pfund Sterling setzen, wovon jedoch aus Gründen einer einheitlichen Darstellung der Grafiken abgesehen wurde.

### Italien

Italien stellt gemessen an der Situation in den anderen Ländern einen Sonderfall dar. Seit dem Inkrafttreten des EWS lässt sich trotz des Rückgangs des nominalen Wechselkurses der Lira eine deutliche Verschlechterung der Wettbewerbsposition Italiens gegenüber Deutschland aufgrund des steilen Inflationsgefälles feststellen. Ein vergleichbares Bild ergibt sich auf der Basis der Lohnstückkosten. Im Bereich der multilateralen Kursrelationen ist der Unterschied zu den anderen EG-Ländern erheblich, da diese eine Zunahme ihrer Wettbewerbsfähigkeit verzeichneten, während der gewogene reale Aussenwert der italienischen Lira relativ stabil geblieben ist. Als Fazit lässt sich festhalten, dass die gegenwärtige Lage unter dem Blickwinkel der multilateralen Kursrelationen nicht unausgewogen zu sein scheint, dass Italien sich jedoch im Fall eines Kursrückgangs des Dollars und eventuell anderer Währungen gegenüber der Lira vor Probleme gestellt sehen könnte.

### Niederlande

Statistisch gesehen ist die Situation der Niederlande vergleichbar mit der Dänemarks: eine sehr grosse Stabilität des realen Wechselkurses gegenüber der D-Mark und eine Zunahme der Wettbewerbsfähigkeit auf der Basis multilateraler Kursrelationen, woraus sich ein relativ umfangreicher Handlungsspielraum ergibt.

### Grossbritannien

Da Grossbritannien nicht den Regeln des EWS-Wechselkursmechanismus unterworfen ist, haben die Bemerkungen zu diesem Land nicht dieselbe Bedeutung wie bei den anderen Ländern. Immerhin ist es interessant festzustellen, dass sich das Pfund Sterling real gegenüber der D-Mark kräftig

aufgewertet hat, eine Aufwertung, die durch den jüngsten Rückgang des Pfundkurses nicht kompensiert worden ist. Auf der Grundlage der multilateralen Kursrelationen ist hingegen die Höherbewertung der Jahre 1980/81 durch die seit 1983 eingetretene Entwicklung mehr als wettgemacht worden.

Die letzten beiden Grafiken geben eine Darstellung der entgegengesetzten Entwicklung des gewogenen realen Aussenwerts der Währungen Deutschlands und der USA.

Der Vorsitzende dankt Herrn Lamfalussy für seinen interessanten Beitrag. Er bittet Herrn Pöhl, den Vorsitzenden der Zentralbankpräsidenten der Zehnergruppe, der auch am Treffen der Fünfergruppe in Washington teilnahm, kurz über dieses Treffen zu berichten.

Herr Pöhl erklärt, dass die "Fünf" auf dem Treffen in Washington beschlossen haben, keine "trigger points" innerhalb von Zielspannen festzulegen, sondern sich lediglich darauf einigten, in Zukunft an den Devisenmärkten häufiger, massiver und besser aufeinander abgestimmt zu intervenieren. Eine derartige Erklärung stelle einen gewissen Fortschritt dar, und selbst wenn sich die Haltung der USA in den Wochen nach dem Treffen im Grunde genommen nicht wesentlich geändert hat, sollte man keineswegs die Hoffnung aufgeben, dass sich die USA künftig verstärkt an koordinierten Interventionen beteiligen.

Was nun den Anstieg des Dollarkurses angehe, so seien die amerikanischen Behörden nach wie vor der Ansicht, dass er in erster Linie die Europäer vor Probleme stelle. Allerdings habe es den Anschein, dass diese These zunehmend in Frage gestellt werde. So bereite die Vorstellung, dass sich über mehrere Jahre hinweg Haushaltsdefizite in Höhe von mehreren hundert Milliarden ansammeln, immer mehr Leuten in den USA Sorge. Beim besten Willen könne man nicht erkennen, wie dieses Land entweder seine Verschuldung mit Hilfe sehr grosser Handelsbilanzüberschüsse abbauen könnte, was tiefgreifende und für die Weltwirtschaft nachteilige Veränderungen voraussetzen würde, oder sich weiterhin immer mehr verschulden könnte.

Die Auswirkungen des starken Anstiegs des Dollarkurses auf die europäischen Länder dürften nicht dramatisiert werden, und ein starker Dollar sei nach wie vor besser als ein schwacher Dollar, der Ende der siebziger Jahre erhebliche Schwierigkeiten mit sich gebracht habe. Trotz des Höhenflugs des Dollars sei die Inflationsrate in den meisten europäi-



schen Ländern weiter rückläufig. Andere Faktoren wie z.B. der Rückgang der Oel- und Rohstoffpreise sowie die massvolle Entwicklung bei den Kosten und Löhnen hätten die Verteuerung der in Dollar fakturierten Importe ausgeglichen. Zwar seien vorerst keine vom Dollar ausgelösten Preissteigerungstendenzen zu befürchten, doch sei bei den Zinsen die Gefahr eines Auftriebs bereits gegeben. In mehreren Ländern bilde sich, unabhängig von den jeweiligen Massnahmen der Zentralbanken, eine aufwärtsgerichtete Tendenz heraus. In der Bundesrepublik Deutschland hätten sich die langfristigen Zinssätze in der letzten Zeit als Reaktion auf die Dollarkursentwicklung um 1/2 Prozentpunkt erhöht, während die Anhebung des Lombardsatzes darauf abzielte, die Versorgung des Geldmarktes flexibler zu gestalten. So unterscheide sich denn auch die derzeitige Situation in Deutschland ganz erheblich von der im Jahre 1981, als energische Massnahmen ergriffen worden seien. Die Leistungsbilanzüberschüsse seien zur Zeit hoch, und es wäre nicht gut, wenn sie z.B. durch eine Drosselung der Binnennachfrage erneut, wie in den siebziger Jahren geschehen, enorme Grössenordnungen annähmen. Ausserdem dürfe der konjunkturelle Erholungsprozess, der jetzt in Gang gekommen sei, nicht beeinträchtigt werden. Besonders ausgeprägt sei die Aufwärtsentwicklung bei den Investitionen, vor allem in den exportintensiven Bereichen, die hohe Gewinne auswiesen, und man sollte diese sehr günstige Entwicklung nicht gefährden.

Was die Interventionen auf den Devisenmärkten betreffe, so habe deren Koordination in der Vergangenheit nicht besonders gut funktioniert. So habe beispielsweise die Deutsche Bundesbank 1984 in erheblichem Umfang Dollars verkauft (ca. 7,6 Mrd.), während andere europäische Zentralbanken, im wesentlichen die Zentralbanken Norwegens und zum Teil auch Schwedens und Grossbritanniens, in etwa die gleiche Menge kauften. Auch wenn die Deutsche Bundesbank nicht immer nur Dollars verkauft hat, um den Anstieg der US-Währung zu bremsen, sei es bedauerlich, dass sich das Vorgehen der einzelnen Zentralbanken letztendlich in seiner Wirkung aufhebe, und man müsse sich fragen, warum die Norges Bank in einem derartigen Umfang Dollars kauft, wenn die US-Währung derart fest notiert und andere Zentralbanken Dollars verkaufen. Die Interventionen der Fed hätten vom Umfang her doch eher symbolischen Charakter gehabt, und die Währungspolitik der amerikanischen Zentralbank scheine nicht auf einen vernünftigen Kurs einzuschwenken und Reserven in anderen Währungen zu bilden. Wenn

also die von Herrn Lamfalussy vorgebrachte Hypothese eines Rückgangs des Dollarkurses eintreten sollte - und dies dürfte über kurz oder lang der Fall sein -, würden die USA über keinerlei Manövriermasse verfügen und Gefahr laufen, wieder in eine ähnliche Situation wie in den siebziger Jahren zu geraten, als sie nur dank der Swapvereinbarungen und durch die Verschuldung in D-Mark mittels der berühmten "Carter bonds" intervenieren konnten. Es wäre somit wünschenswert, die amerikanischen Behörden von der Notwendigkeit zu überzeugen, Reserven in Interventionswährungen zu bilden (D-Mark, Yen, Pfund Sterling usw.). Eine derartige Politik wäre nicht problemlos für jene Länder, deren Währung für diesen Zweck in Betracht käme, doch hätte sie den Vorteil, zu einer besseren Stabilisierung der Wechselkurse beizutragen. So hätten mehrere EWS-Partnerzentralbanken geräuschlos und wirkungsvoll eine entsprechende Politik betrieben und mit Billigung der Bundesbank erhebliche Reserven in D-Mark aufgebaut und so einen Beitrag zur Aufrechterhaltung einer bemerkenswerten Stabilität innerhalb des EWS geleistet.

Der Vorsitzende stellt fest, dass die Zentralbankpräsidenten insgesamt der Ansicht sind, dass der Dollar ein Niveau erreicht hat, das kaum Anlass zur Freude gibt und auf dem er sich langfristig nur schwer halten können, und dass die USA, so wie es aussieht, ihre öffentlichen Finanzen in Ordnung bringen müssten. Deutlich geworden sei, dass sich die Wettbewerbsposition der meisten EG-Länder gegenüber 1979/80 verbessert hat, doch war die damalige Situation nicht unbedingt voll und ganz zufriedenstellend, so dass der im Falle eines Rückgangs des Dollarkurses zur Verfügung stehende Spielraum ausschliesslich relativ zu beurteilen sei. Dagegen könnten die von mehreren EWS-Partnerzentralbanken gebildeten DM-Reserven, wenn, wie eben erwähnt, der Dollar an Wert verlieren sollte, dazu beitragen, die mit grosser Wahrscheinlichkeit im EWS auftretenden Belastungen und Spannungen aufzufangen.

Herr Hoffmeyer bezieht sich auf Herrn Pöhls Ausführungen, dass es für die USA von Vorteil wäre, Devisenreserven zu bilden, und auf die von den Herren Dalgaard und Szász erwähnten Schwierigkeiten, die einige EWS-Partnerzentralbanken beim Erwerb von D-Mark gehabt hätten. Sofern die Deutsche Bundesbank der Bildung derartiger Reserven in ihrer Währung positiv gegenübersteht, könnten diese Reserven später im Falle eines Dollarrückgangs zur Stabilisierung der Wechselkurse dienen. Es wäre

wünschenswert, dass diese positive Haltung sowohl den EG-Partnerländern als auch Drittländern zugute kommt.

Herr Ciampi vertritt die Auffassung, dass die in jüngster Zeit erfolgten mehr oder weniger koordinierten Interventionen an den Devisenmärkten nicht den Schluss zulassen, dass die Interventionen nutzlos sind. Im Gegenteil, nach dem Treffen der "Fünf" in Washington stehe die Glaubwürdigkeit der Zentralbanken auf dem Spiel, und es sei wichtig, diese gegenüber den Devisenmärkten und der öffentlichen Meinung nicht zu verlieren. Deshalb sollte man versuchen, das konzertierte Vorgehen nicht nur mit den USA, sondern auch zwischen den Europäern zu verbessern. Wenn man davon überzeugt sei, dass die derzeitige Dollarkursentwicklung nicht von Dauer sein könne, müsse man pragmatisch handeln und alle sich bietenden Gelegenheiten nutzen, um dem Anstieg des Dollarkurses entgegenzuwirken. So könnte z.B. der heutige Tag, der 12. Februar, ein Feiertag in den USA (Lincoln Day), eine derartige Gelegenheit sein. Die feste Verfassung des Dollars hat in gewissem Umfang zu einem grösseren Zusammenhalt im EWS beigetragen, da die Länder mit starken Preissteigerungen ihre Zinsen zur Bekämpfung der Inflation hoch gehalten haben. Ein derartiges Vorgehen hat zur Folge, dass die Währungen dieser Länder real eine Aufwertung erfahren und es zu erheblichen Kapitalzuflüssen kommt. Es sei somit zu befürchten, dass sich bei einem weiter anhaltenden Anstieg des Dollarkurses zwischen den am EWS beteiligten Ländern ein Gefälle herausbildet und innerhalb des Systems Probleme entstehen.

Herr Lamfalussy stellt einige Ueberlegungen über die Technik von Interventionen an. Die Zentralbanken tendierten bei individuellem oder gemeinsamem Vorgehen naturgemäss zu die Auf- oder Abwärtsbewegung abbremsenden Interventionen. Angesichts der gegenwärtigen Konstitution des Marktes schein diese Interventionsart zur Unwirksamkeit verurteilt, denn man habe es mit einem rein spekulativ denkenden Markt zu tun, auf dem die Dollarbewegung Eigendynamik entfalte. Die beteiligten Kapitalströme erreichten eine derartige Grössenordnung, dass die Zentralbanken mit Milliardenbeträgen oder einem Vielfachen davon intervenieren müssten, um die Dollarhaussa wirksam einzudämmen. Gleichwohl könnten Interventionen in zwei Sondersituationen einen Effekt haben:

- Die Ankündigung einer radikalen Aenderung der Budgetpolitik in den USA oder eine Abschwächung der amerikanischen Konjunktur

bewirkt am Markt selbst eine Umkehr (in diesem Fall könnten Interventionen den Umschwung beschleunigen).

- Die spekulative Phase erschöpft sich von alleine und mündet in eine "technische Korrekturphase" ein. Die letzte spekulative Phase begann während der zweiten Januarhälfte in Verbindung mit Nachrichten über ein fortgesetzt starkes Wirtschaftswachstum in den USA und Aussichten auf eine wenig veränderte Budgetpolitik. Diese Phase könnte in Kürze auf einem höheren Dollarkursniveau auslaufen. Sobald daraufhin Anzeichen einer Verunsicherung des Marktes erkennbar wären, müsste es mehrfach zu konzertierten und relativ umfangreichen Interventionen kommen, um den Dollarkurs deutlich zu drücken und den Spekulanten Verluste zuzufügen. Derartige Verluste würden in die Ueberlegungen der Wirtschaftsteilnehmer einen Unsicherheitsfaktor einführen, was diese vielleicht davon abbringen könnte, zu glauben, die Wechselkurse liefen zwangsläufig nur in eine Richtung. Diese Art von Intervention, die Geduld und ein wenig Glück voraussetze, schein unter den gegenwärtigen Umständen allein geeignet zu sein, dem Markt seinen spontan spekulativen Charakter zu nehmen.

Auf die Bemerkung des Vorsitzenden, ein solches Interventionsverfahren berge möglicherweise die Gefahr eines Kursverfalls des Dollars in sich, erwidert Herr Lamfalussy, dass ein Rückgang des Dollarkurses um beispielsweise 15 bis 20% nicht dramatisch wäre und womöglich eine notwendige Anpassung darstellte; überdies schein die vorgeschlagene Technik trotz der mit ihr verbundenen Risiken die einzige zu sein, die etwas ausrichten könnte.

Herr Leigh-Pemberton schliesst sich den Ausführungen von Herrn Lamfalussy zu der Frage an, welches Interventionsverfahren anzuwenden sei. Die Gefahr, dass durch massive Interventionen ein Kursverfall des Dollars ausgelöst würde, dürfe nicht überbetont werden. Der Dollar habe ein derart hohes Niveau erreicht, dass auch ein recht kräftiger Rückgang nicht zu ungeordneten Verhältnissen an den Devisenmärkten führen dürfte. Es sei deshalb wichtig, nicht den Glauben an die Möglichkeiten koordinierter Interventionen zu verlieren, weiterhin auf politischem Wege Druck auf das amerikanische Schatzamt auszuüben, um es zu einer verstärkten Zusammenarbeit

zu bewegen, und die günstigsten Zeitpunkte für die Interventionen zu wählen. Hinsichtlich der Interventionspolitik der Bank of England und der sich daran entzündenden kritischen Äusserungen sei festzuhalten, dass die Dollarkäufe zu einem sehr grossen Teil für staatliche Stellen bestimmten Zahlungen entsprechen. Es handelt sich dabei im wesentlichen um Ausgaben der in Deutschland stationierten britischen Streitkräfte, für die ein grosser Teil der Dollars in D-Mark umgetauscht wird.

Zum Abschluss hebt Herr Leigh-Pemberton hervor, dass sich im Zusammenhang mit den jüngsten Ereignissen die Haltung der britischen Regierung im Bereich der Wechselkurs- und Interventionspolitik spürbar geändert habe.

Herr Camdessus ist der Meinung, dass die im Januar unternommenen Schritte, unabhängig davon, dass man durchaus auch Ansatzpunkte für eine kritische Beurteilung finden könne, einen Wendepunkt und einen Wandel der Haltung der USA darstellten. Die USA seien zu der Auffassung gelangt, dass ihnen der Wechselkurs ihrer Währung nicht mehr gleichgültig sein könne, und trotz ihres Zögerns schienen sie nunmehr bereit zu sein, sich an gemeinsamen Aktionen zu beteiligen. Es stelle sich nun die Frage, wie man zweckmässigerweise vorgehen sollte. Herrn Lamfalussys taktische Hinweise seien eine wertvolle Hilfe bei der Wahl des richtigen Interventionszeitpunkts, ohne dass man jedoch allzu hoch gesteckte Erwartungen hegen sollte, denn - Herr Ciampi hat bereits darauf hingewiesen - es gehe hier um die Glaubwürdigkeit der Zentralbanken. Da die Wahl des richtigen Zeitpunkts sehr schwierig sei, müssten die Zusammenarbeit und der Gedankenaustausch zwischen den Zentralbankpräsidenten auf eine permanente Basis gestellt werden, und das derzeitige Konsultationsverfahren sei in dieser Beziehung vielleicht nicht voll befriedigend. Wenn man ferner damit einverstanden sei, zusammen mit den USA ein "soft landing" des Dollars herbeizuführen, sollte man sich darüber im klaren sein, dass die USA bei einem allzu massiven Eingreifen, das einen Kurssturz des Dollars bewirken könnte, sich im Hintergrund halten müssten, und folglich sollten die Europäer bereit sein, bei gemeinsamem Vorgehen eine Hauptrolle zu übernehmen. Schliesslich müsste im Zuge der Vorbereitungen grösstes Stillschweigen gewahrt werden, und die Glaubwürdigkeit der Zentralbanken dürfte nicht durch einander widersprechende Äusserungen in Zweifel gezogen werden. So sei es in diesem Zusammenhang höchst bedauerlich, wenn man feststellen

müsse, wie rasch und detailliert die Presse von den Beratungen der Gouverneure der Zehnergruppe vom Montag, dem 11. Februar 1985, Kenntnis erlangt hat.

Herr Godeaux bezieht sich auf die Äußerungen von Herrn Pöhl und die Anmerkungen anderer Zentralbankpräsidenten zu dem Umstand, dass einige Zentralbanken bestimmte europäische Währungen als Reserven halten; es sei der Standpunkt vertreten worden, dass sich dies im Falle eines Kursrückgangs des Dollars als wirkungsvoll und nützlich erweisen könnte. Bislang sei für den Erwerb der Währung eines EG-Landes die Zustimmung der betreffenden Zentralbank erforderlich gewesen; daher stelle sich im Rahmen der bezüglich des Haltens von Nichtdollarwährungen gemachten Vorschläge die Frage, ob diese Zustimmung grundsätzlich und auch bei hohen Beträgen erteilt würde, wie dies in der Vergangenheit mehrmals der Fall gewesen sei.

Herr Pöhl teilt, was das Erscheinen von Informationen über das Treffen der Notenbankgouverneure der Zehnergruppe in der Presse angeht, die Auffassung von Herrn Camdessus und zeigt sich darüber ebenso erstaunt. Zum Problem des Erwerbs von D-Mark durch Zentralbanken führt er aus, dass die Bundesbank im Prinzip nichts gegen derartige Käufe einzuwenden habe und dass derartige Transaktionen auf bilateraler Basis möglich sein müssten.

Der Vorsitzende gibt ebenfalls seinem Erstaunen darüber Ausdruck, dass Informationen über die Gespräche der Gouverneure in der Presse erschienen, und unterstreicht die Bedeutung des vertraulichen Charakters dieser Gespräche. Zum Abschluss der Aussprache des Ausschusses über den Dollar stellt er fest, dass die Zentralbankpräsidenten trotz der ziemlich frustrierenden Erfahrungen der letzten Wochen davon überzeugt sind, dass auch weiterhin an den Devisenmärkten interveniert werden und man an die Wirksamkeit derartiger Interventionen glauben muss. Die Wirksamkeit hänge in sehr hohem Masse von der Wahl des richtigen Zeitpunkts ab, und um diese schwierige Wahl treffen zu können, sei man übereingekommen, in den nächsten Tagen und Wochen, was die Entwicklung auf den Devisenmärkten angehe, enge Kontakte (engere als jemals zuvor) zu unterhalten. Die Koordination innerhalb des EWS kann im allgemeinen als zufriedenstellend beurteilt werden. Gegenüber dem Dollar habe man zu einem gemeinsamen Standpunkt gefunden, und mit Beteiligung Grossbritanniens dürften die diesbezüglichen Massnahmen noch intensiviert und verstärkt werden können.

IV. Gedankenaustausch über die internationalen Währungsfragen, die derzeit in der Zehnergruppe diskutiert werden

Der Vorsitzende erinnert daran, dass entsprechend einem französischen Vorschlag geplant war, informell im Rahmen der Gemeinschaft darüber zu sprechen, wie die Arbeiten der Zehnergruppe zu internationalen Währungsfragen vorankämen. Er bittet Herrn Dini, über den Stand der Arbeiten zu referieren, insbesondere über das Problem der Ueberwachung.

Herr Dini gibt folgende zusammengefasste Darstellung, die in erster Linie der Information der Zentralbanken dienen soll, die nicht der Zehnergruppe angehören. Die Stellvertreter der Zehnergruppe haben die Diskussion über die Papiere abgeschlossen, die von den Delegationen und den internationalen Organisationen zu den vier Punkten des Arbeitsprogramms, d.h. den Wechselkursen, der Ueberwachung, der internationalen Liquidität und der Rolle des IWF und der Weltbank, ausgearbeitet wurden. Die Stellvertreter arbeiten zur Zeit an einem abschliessenden Bericht und haben sich bereits auf einen Entwurf geeinigt. In den kommenden drei Monaten werden die Stellvertreter, um den abschliessenden Bericht Mitte 1985 vorlegen zu können, darüber diskutieren, wie die einzelnen Kapitel des Berichts im Entwurf aussehen sollten, d.h. für jeden der vier Punkte ist ein Kapitel vorgesehen, ausserdem eine Einführung und eine Zusammenfassung der wichtigsten Schlussfolgerungen und Empfehlungen.

Die Schwerpunkte und die wichtigen Sachfragen, mit denen sich die Arbeiten der Zehnergruppe auseinandersetzen, sind vor dem Hintergrund der Bemühungen, vor allem innerhalb der EWG, zu sehen, die offensichtlich aus dem Gleichgewicht geratenen internationalen Währungsbeziehungen wieder zu stabilisieren. So resultiere die derzeitige Beschäftigung mit diesen Fragen zum einen aus der Unzufriedenheit mit bestimmten Aspekten des jetzigen Systems der frei schwankenden Wechselkurse, insbesondere damit, dass es tendenziell erhebliche Ungleichgewichte zwischen den wichtigsten Währungen entstehen lässt, und zum anderen aus dem Bestreben, nach von allen akzeptierten Lösungsmöglichkeiten zu suchen. Die Diagnose zeigt, wie stark die Entwicklung des Dollarkurses von den unterschiedlichen haushaltspolitischen Auffassungen und somit von den Meinungsunterschieden zwischen den USA und Europa bezüglich des richtigen "policy mix" beeinflusst wird. Die amerikanischen Stellvertreter teilen diese Ansicht nicht, und

ihre offizielle These lautet, dass die Dollarstärke Ausdruck der Dynamik der amerikanischen Wirtschaft und der Attraktivität von Investitionen in den USA sei. Auf der anderen Seite spiegle die Schwäche des Yen und der europäischen Währungen u.a. mangelnde Fortschritte bei der strukturellen Anpassung und die mangelnde Flexibilität des Marktes wider.

Welche Erkenntnisse die Arbeiten der Stellvertreter schliesslich zutage fördern, stehe noch nicht fest, doch werde als erstes zu erkennen sein, dass man vom jetzigen System der frei schwankenden Wechselkurse nicht so bald Abschied nehmen könne, und es werde weder eine Rückkehr zu festen Paritäten noch das Treffen von Wechselkursabsprachen für die wichtigsten Währungen empfohlen, obwohl sich einige europäische Länder für Zielspannen ausgesprochen hätten. Die Lösung des Problems der Ungleichgewichte bei den Wechselkursen sollte vor allem im Rahmen der multilateralen Ueberwachung der einzelstaatlichen politischen Massnahmen gesucht werden. Dieser Aspekt bildet den Kern der Arbeiten der Stellvertreter, und diese sollten genaue Empfehlungen aussprechen, um diese Ueberwachung wirksamer zu gestalten. Die amerikanischen Stellvertreter räumen ein, dass bei der Formulierung der einzelstaatlichen Politik den internationalen Rückwirkungen dieser Politik Aufmerksamkeit zu schenken ist. Allerdings sehen sie nicht ganz ein, dass kurzfristig ein Problem der Koordination bzw. des internationalen Zusammenhangs der gesamtwirtschaftlichen politischen Massnahmen besteht und dass im Rahmen dieser Politik in den wichtigsten Ländern Wechselkursüberlegungen mit in das Kalkül einbezogen werden sollten. Wenn alle Beteiligten die Existenz dieser Probleme anerkennen und die daraus resultierenden Ueberlegungen berücksichtigen würden, würde die multilaterale Ueberwachung in einen Prozess einmünden, in dessen Verlauf man bei der Wahl der gesamtwirtschaftlichen Massnahmen zu Konzessionen und zur gegenseitigen Anpassung bereit wäre.

Die Frage von Interventionen zur Glättung abrupter Kursausschläge an den Devisenmärkten tritt im Rahmen der Arbeiten etwas in den Hintergrund.

Es wäre zu wünschen, dass die europäischen Länder letztendlich bezüglich des gesamten Problemkreises, insbesondere in der Frage der Ueberwachung (Wie könnte sie wirksamer gestaltet werden?) und der Interventionen, zu einem gemeinsamen Standpunkt gelangen, so dass man auf die amerikanische Position mehr Einfluss nehmen könnte.



Der Vorsitzende betont, wie wichtig ein derartiger gemeinsamer Standpunkt nicht nur im Kreis der Zentralbankpräsidenten, sondern auch im Währungsausschuss ist, wo die internationalen Gespräche eigentlich vorbereitet werden. Besonders hilfreich wäre es, wenn man das Schwergewicht auf die Punkte legen würde, in denen sich die EG-Länder einig sind, und die Themen, bei denen keine Einigkeit besteht, bei den Gesprächen mit den USA mehr in den Hintergrund treten zu lassen.

Herr Camdessus verlässt sich in starkem Masse auf die Gewandheit und das diplomatische Geschick des Vorsitzenden der Zehnergruppe, um den sich gegenwärtig in Washington vollziehenden Wandel und die jüngsten Erfahrungen an den Devisenmärkten zu nutzen, damit der in Vorbereitung befindliche Bericht, soweit möglich, etwas ausgewogener gestaltet werden kann. Man sollte sich keinen Illusionen bezüglich der Möglichkeit hingeben, derzeit ein neues internationales Währungssystem vorzuschlagen, vielleicht könnte man sich jedoch weniger lobend über das unkontrollierte Schwanken äussern und sich etwas mehr mit der Bedeutung der Euromärkte beschäftigen, d.h. damit, in welchem Masse von ihnen positive bzw. negative Wirkungen ausgehen oder ob sie einen Störfaktor darstellen. Herr Camdessus fügt hinzu, dass er sich dafür einsetzen werde, dass in seinem Land alles getan wird, damit in den zur Zeit diskutierten internationalen Währungsfragen auf Gemeinschaftsebene ein gemeinsamer Standpunkt vertreten wird.

#### V. Plan für ein Clearingsystem für Transaktionen in privaten ECU

Der Vorsitzende bittet Herrn Szász, über die diesbezüglichen Erörterungen der Stellvertreter zu berichten.

Herr Szász erklärt, dass sich die Schlussfolgerungen der Diskussion der Stellvertreter in den folgenden vier Punkten zusammenfassen lassen:

1. Alle Stellvertreter sind sich darin einig, dass man dem Plan eines Clearingsystems, in dessen Rahmen die BIZ zur Zusammenarbeit mit den Geschäftsbanken bereit ist, positiv gegenüberstehen sollte.

2. Entsprechend den von den Zentralbankpräsidenten ausgesprochenen Empfehlungen dürften die Voraussetzungen vorliegen, dass durch die Arbeit des Clearingsystems die Geldpolitik der EG-Länder nicht beeinträchtigt wird.

3. Es versteht sich von selbst, dass die BIZ im Rahmen dieses Systems nicht die Funktion einer Zentralbank ausüben und nicht als "lender of last resort" fungieren wird. Falls die BIZ beschliessen sollte, den beteiligten Banken Kredite zu gewähren, dürfte dies ausschliesslich aus technischen Gründen und nicht zum Zwecke der Bereitstellung von Liquidität erfolgen. Der Verwaltungsrat der BIZ könnte entsprechende Richtlinien festlegen, um sicherzustellen, dass in diesem Sinne verfahren wird.

4. Die Anzahl der zum Clearingsystem zugelassenen Banken darf aus technischen Gründen nicht zu hoch sein. Mit der nicht zu umgehenden Auswahl der in Frage kommenden Banken selbst wird die BIZ nichts zu tun haben, es wäre jedoch wünschenswert, dass sich das für die Auswahl zuständige Gremium auf objektive Kriterien stützt.

Die Stellvertreter empfehlen dem Ausschuss, ihre Schlussfolgerungen bezüglich der Frage des Clearingsystems für Transaktionen in privaten ECU zu billigen.

Herr Ó Cofaigh macht geltend, dass die ECU von den EG-Ländern geschaffen wurde und es deshalb notwendig sei, bei den objektiven Kriterien, neben beispielsweise dem von den Banken abgewickelten Transaktionsvolumen in ECU, als Kriterium auch heranzuziehen, dass alle Mitgliedstaaten der Gemeinschaft vertreten sind, d.h. mindestens eine Bank je EG-Land.

Herr Leigh-Pemberton bringt die Besorgnis der Bank of England zum Ausdruck, die Kapazität der S.W.I.F.T. könnte nicht ausreichen, das Clearing zwischen den Geschäftsbanken durchzuführen. Es sei nicht sicher, dass die S.W.I.F.T. in der Lage sein wird, einer derartigen Ausweitung ihres Aufgabenbereichs gerecht zu werden, und es wäre sinnvoll, wenn die BIZ diese Frage prüfen würde.

Der Vorsitzende schlägt vor, die vier von Herrn Szász im Namen der Stellvertreter angeführten Punkte zu billigen; dazu kommt noch der von den Herren Ó Cofaigh und Leigh-Pemberton geäusserte Wunsch, dass jedes EG-Land im Clearingsystem durch mindestens eine Bank vertreten ist und dass geprüft wird, ob die Kapazität der S.W.I.F.T. ausreicht, die im System vorgesehene Funktion ausüben zu können. Der Vorsitzende stellt fest, dass im Ausschuss Einigkeit über diesen Vorschlag besteht, und ist der Meinung, dass der Verwaltungsrat der BIZ im März in dieser Frage definitive Beschlüsse fassen könnte.

VI. Weitere Fragen innerhalb der Zuständigkeit des Ausschusses:

- Umlage der Kosten des Sekretariats des Ausschusses für das Jahr 1984

Der Vorsitzende schlägt vor, diesen Punkt auf die März-sitzung des Ausschusses zu verschieben.

VII. Zeit und Ort der nächsten Sitzung

Die nächste Sitzung findet am Dienstag, dem 12. März 1985, um 10 Uhr in Basel statt.

Ausschuss der Präsidenten  
der Zentralbanken der Mitgliedstaaten  
der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft

Anlage 1  
12. Februar 1985

Vertraulich  
Uebersetzung

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

---

JANUAR 1985

---

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 Januar und in den ersten Februartagen 1985.

I. ENTWICKLUNG DER WECHSELKURSE

Im Januar zeigten sich auf den Devisenmärkten folgende Haupttendenzen:

- Der US-Dollar tendierte weiterhin fest. Befürchtungen, die Zentralbanken könnten zu einer aggressiveren Interventionspolitik übergehen, begrenzten insbesondere im Anschluss an die Erklärung der "Fünfergruppe" den Kursanstieg des Dollars.
- Das enge EWS-Kursband vergrösserte sich und erreichte praktisch die maximal zulässige Schwankungsbreite.
- Das Pfund Sterling schwächte sich weiter ab, und der Schweizer Franken verlor gegenüber sämtlichen Währungen an Wert.

Der US-Dollar notierte den gesamten Januar hindurch fest, obwohl er sich gegenüber den meisten kontinentaleuropäischen Währungen um weniger als 1% befestigte. Dagegen gewann er gegenüber dem Yen 1,6% und

---

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

gegenüber dem Pfund Sterling und dem Schweizer Franken ungefähr 3%. Auftrieb erhielt der Dollarkurs aufgrund von Anzeichen, dass sich das Wirtschaftswachstum in den USA bei nach wie vor niedriger Inflationsrate wieder beschleunigte. Allerdings wurde der Höhenflug des Dollars durch Befürchtungen gebremst, die Zentralbanken würden gemeinsam massiv intervenieren, dies insbesondere nach dem 17. Januar, als die Finanzminister und Notenbankgouverneure der "Fünfergruppe" die 1983 auf dem Gipfeltreffen in Williamsburg getroffene Vereinbarung über Devisenmarktinterventionen öffentlich bekräftigten. Es kam zu koordinierten, offenen Interventionen, die bei den Marktteilnehmern zumindest vorübergehend den Eindruck hervorriefen, dass sich die Interventionspolitik geändert habe. Die Währungsbehörden der USA intervenierten zweimal in D-Mark, um einem Anstieg des Dollarkurses entgegenzuwirken, und waren in einigen anderen Fällen zu ähnlichen Schritten bereit.

Im EWS vergrösserte sich das enge Kursband. Zurückzuführen war dies auf die weitere Befestigung der dänischen Krone und auf die Abschwächung des holländischen Guldens, so dass sich beide Währungen im EWS ihren Interventionspunkten näherten.

Die Position der D-Mark im EWS-Band veränderte sich kaum. Im Verhältnis zum US-Dollar verlor sie - unter abnehmenden Kursschwankungen - allerdings nochmals leicht an Wert, obwohl die Zinsdifferenz zwischen den beiden Währungen - vor allem im kurzfristigen Bereich - weiter zusammenschrankte. Nach dem G5-Treffen stabilisierte sich die Kursrelation zum Dollar, was vor allem dadurch bedingt war, dass der Markt in seiner Bewertung der Ergebnisse dieses Treffens unsicher war. Kursstützend für die D-Mark wirkten sich auch namhafte intramarginale DM-Käufe einzelner EWS-Partnernotenbanken aus. Gegen Schweizer Franken, Pfund Sterling und Yen verzeichnete die D-Mark dagegen per saldo deutliche Kursgewinne. Am 31. Januar 1985 erhöhte die Bundesbank mit Wirkung vom 1. Februar 1985 ihren Lombardsatz von 5,5 auf 6%, um eine grössere Flexibilität bei ihren Geldmarktoperationen zu erlangen.

Der französische Franc konnte sich gegenüber der D-Mark leicht befestigen und seine Position im EWS-Kursband verbessern. Den gesamten Januar hindurch war eine lebhaftere Nachfrage nach französischen Francs zu registrieren, die sowohl von Gebietsansässigen als auch von Gebietsfremden ausging, insbesondere nachdem die positiven Entwicklungen an der Inflations-

front und im aussenwirtschaftlichen Bereich bekannt geworden waren. Anfang Januar ermässigte die Banque de France ihren Interventionssatz am Geldmarkt um 1/4 Prozentpunkt, und die Banken senkten ihren Basiszinssatz von 12 auf 11 1/2%.

Die italienische Lira konnte ihre Position an oder nahe der Spitze des EWS trotz einer Senkung des Diskontsatzes am 4. Januar von 16,5 auf 15,5% behaupten. Erst gegen Ende Januar notierte sie etwas schwächer. Die Banca d'Italia intervenierte den gesamten Januar hindurch vor allem in Form von DM-Käufen.

Der belgische Franc setzte seinen Kursanstieg fort. Seit Anfang Januar steht er im EWS-Band an fünfter Stelle und konnte diesen Rang praktisch ohne Unterbrechungen behaupten.

Der holländische Gulden gab als schwächste Währung im EWS weiter nach und näherte sich allmählich seinem Interventionspunkt gegenüber der dänischen Krone. Am 31. Januar gab die Nederlandsche Bank im Anschluss an die Erhöhung des deutschen Lombardsatzes eine Anhebung ihrer Leitzinsen um 1/2 Prozentpunkt mit Wirkung vom 1. Februar bekannt, wobei sie den Diskontsatz auf 5 1/2% und den Lombardsatz auf 6% festsetzte.

Die dänische Krone blieb die stärkste Währung im engen EWS-Band, da die privaten Kapitalimporte trotz eines leichten Rückgangs der langfristigen Zinssätze anhielten.

Das irische Pfund notierte im EWS-Kursband etwas leichter. Zurückzuführen war dies darauf, dass in gewissem Umfang die Bezahlung von Importen vor allem aufgrund der relativen Schwäche des Pfund Sterling zeitlich vorgezogen wurde. Die Central Bank of Ireland intervenierte im Januar zur Stützung des irischen Pfundes.

Das Pfund Sterling geriet stark unter Druck, da sich der Höhenflug des US-Dollars fortsetzte, im Zusammenhang mit dem OPEC-Treffen Befürchtungen hinsichtlich der künftigen Entwicklung der Oelpreise aufkamen und Ungewissheit darüber herrschte, wie die Regierung auf eine weitere Abschwächung des Pfundkurses reagieren würde. Nach einer dreimaligen Anhebung der Basiszinssätze der Clearing-Banken um insgesamt 4 1/2 Prozentpunkte auf 14% (eine Anhebung erfolgte im Anschluss an die vorübergehende Reaktivierung des Mindestausleihesatzes der Bank of England) und nach der Einigung der OPEC auf ein neues Oelpreisgefüge konnte das Pfund einen Teil seiner Kursverluste wieder wettmachen. Der gewogene Aussenwert schloss mit 71,7 um fast 2% unter dem Stand des Vormonats.

Die griechische Drachme verbilligte sich gegenüber dem US-Dollar um 0,7% und verteuerte sich gegenüber der ECU um 0,1%. Auf der Basis ihres gewogenen Aussenwerts lag die Drachme praktisch unverändert. Seit dem 24. Januar wird die ECU gemäss einer Entscheidung der Bank von Griechenland sowohl auf dem Devisenmarkt als auch auf dem nationalen Geldmarkt als Devise behandelt. Dementsprechend wird für die ECU nunmehr täglich ein amtlicher Kurs festgesetzt.

Der Schweizer Franken stand fast gegenüber allen Währungen unter Druck und verlor gemessen an seinem gewogenen Aussenwert 2 1/4%. Mehrere Faktoren dürften zu dieser Entwicklung beigetragen haben: die niedrigen Realzinsen, die Sorge um die abnehmende Wettbewerbsfähigkeit des Finanzplatzes Schweiz, der teilweise Verlust seiner traditionellen Funktion als gesuchte Anlagewährung und die Tatsache, dass nicht interveniert wurde.

Die norwegische Krone verzeichnete im Januar auf der Basis ihres gewogenen Aussenwerts kaum Veränderungen, da hohe Leistungsbilanzüberschüsse durch Interventionen neutralisiert wurden.

In der ersten Januarhälfte neigte die schwedische Krone weiterhin zur Schwäche, so dass der Währungsindex auf 132 stieg. Am 22. Januar erhöhte die Riksbank im Rahmen von Offenmarktgeschäften die Geldmarktsätze um etwa 2 Prozentpunkte. Sofort kam es zu einer Befestigung der schwedischen Krone, und seitdem schwankt der Währungsindex in engen Grenzen um 131,2.

Der kanadische Dollar schwächte sich gegenüber dem US-Dollar bei im allgemeinen ruhigem Geschäft um ca. 0,6% ab. Zwar profitierte er nach wie vor von den relativ positiven Meldungen aus der Wirtschaft und dem attraktiven kanadischen Zinsniveau, doch wirkten sich auf technischen Ueberlegungen beruhende Abgaben und Befürchtungen, dass es möglicherweise im Energiesektor im Rahmen von Direktinvestitionen zu Kapitalabflüssen kommen könnte, nachteilig aus.

Anfang Januar musste der japanische Yen gegenüber dem US-Dollar erhebliche Kursverluste hinnehmen, da es aufgrund von Portfolioinvestitionen weiterhin zu Kapitalabflüssen kam, und am 9. Januar streifte er die Marke von ¥ 255/US-\$ 1, den niedrigsten Stand seit dem 22. November 1982. Im weiteren Verlauf blieb der Yen auf diesem Kursniveau, da zunehmend befürchtet wurde, die Währungsbehörden würden zu konzertierten Massnahmen greifen. Per saldo belief sich sein Monatsverlust gegenüber dem Dollar auf 1,3%.

## II. INTERVENTIONEN

### A. Interventionen in US-Dollar

Im Januar beliefen sich die Dollarverkäufe der Zentralbanken netto auf US-\$ 1,3 Mrd., verglichen mit Nettoverkäufen in Höhe von US-\$ 0,4 Mrd. im Dezember. Der Nettowert von Januar ergab sich aus Bruttoverkäufen von US-\$ 2,3 Mrd. und Bruttokäufen von US-\$ 1 Mrd. Als Nettodollarverkäufer traten vor allem die Deutsche Bundesbank, die Bank of England, die Central Bank of Ireland und die Bank of Canada in Erscheinung. Der wichtigste Nettodollarkäufer war die Norges Bank.

### B. Interventionen in Gemeinschaftswährungen

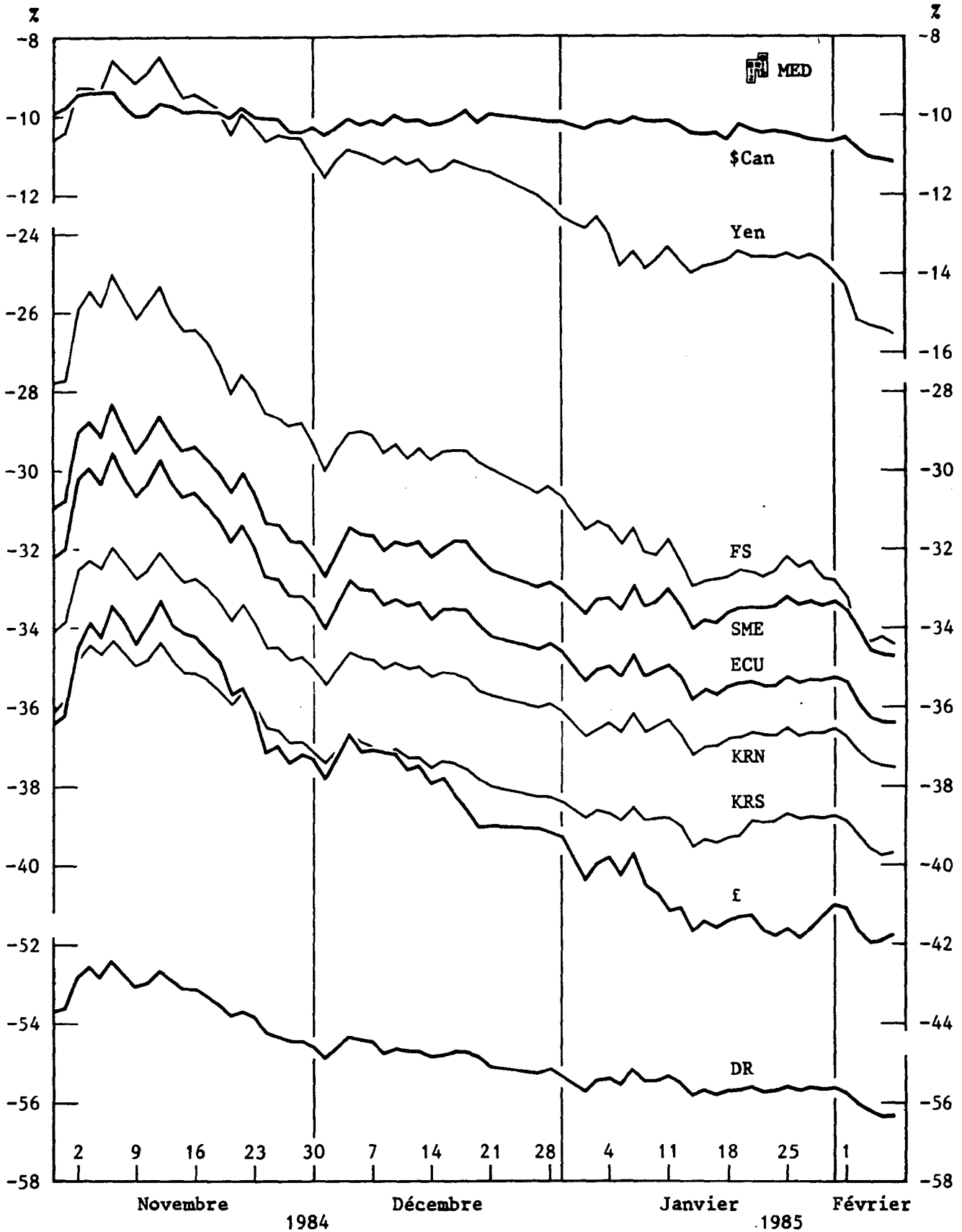
Die Interventionen in Gemeinschaftswährungen betragen im Januar umgerechnet US-\$ 0,8 Mrd. (Dezember US-\$ 0,7 Mrd.). Sie bestanden in der Hauptsache aus intramarginalen DM-Käufen der Banque de France und der Banca d'Italia.

## III. DIE ERSTEN FEBRUARTAGE

Anfang Februar stieg der Dollar über das obere Ende der im Januar beobachteten Kursspanne hinaus. Er befestigte sich um etwa 2 1/2% gegenüber den EWS-Währungen und dem Yen, 1 1/4% gegenüber dem Pfund Sterling und 3 1/2% gegenüber dem Schweizer Franken.

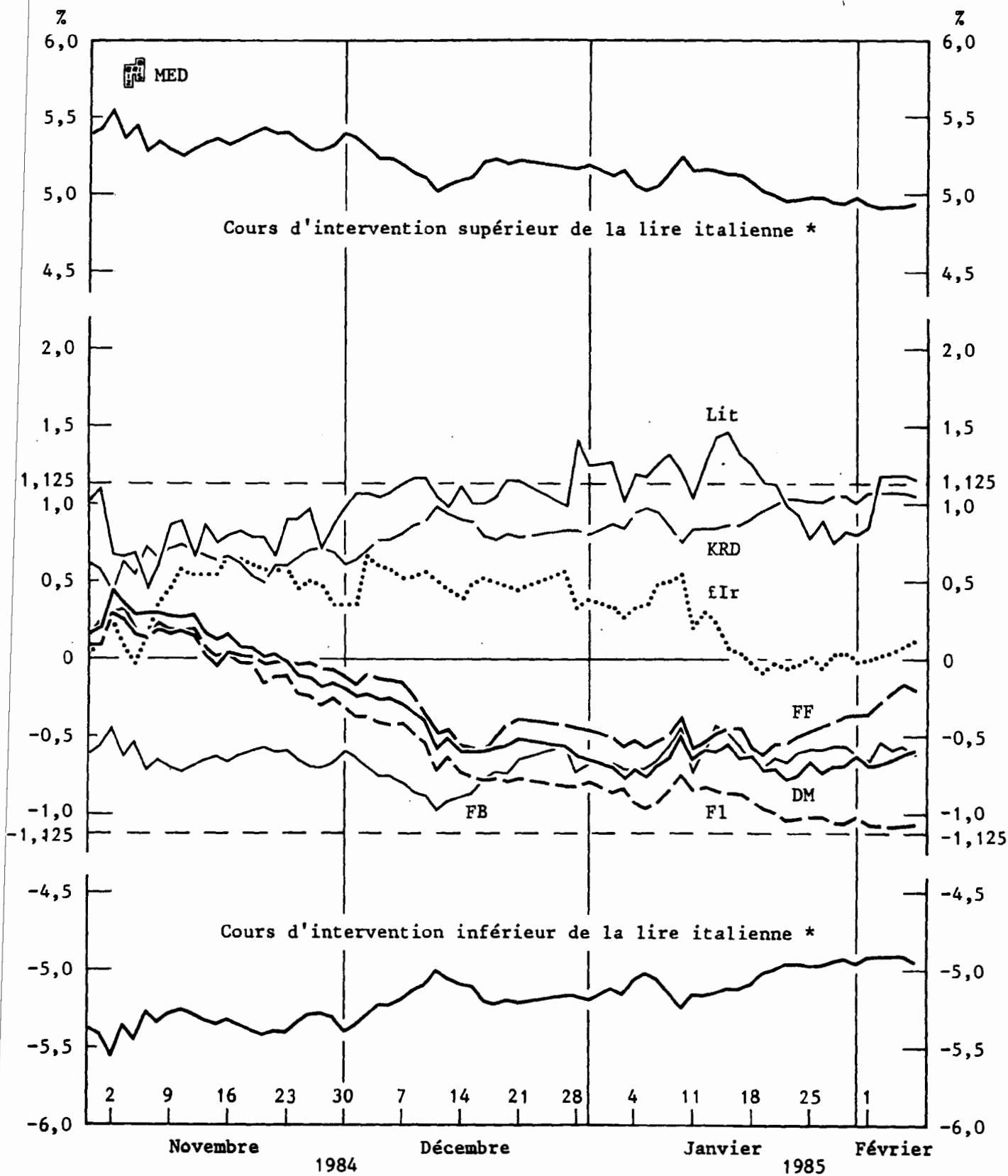


EVOLUTION DE L'ECU, DU COURS MEDIAN DES MONNAIES PARTICIPANT AU SME ET  
 DES MONNAIES DES AUTRES BANQUES CENTRALES PARTICIPANT A LA CONCERTATION  
 SUR LA BASE DES COURS RELEVES LE 31 DECEMBRE 1981 VIS-A-VIS DU \$EU \*



\* 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.

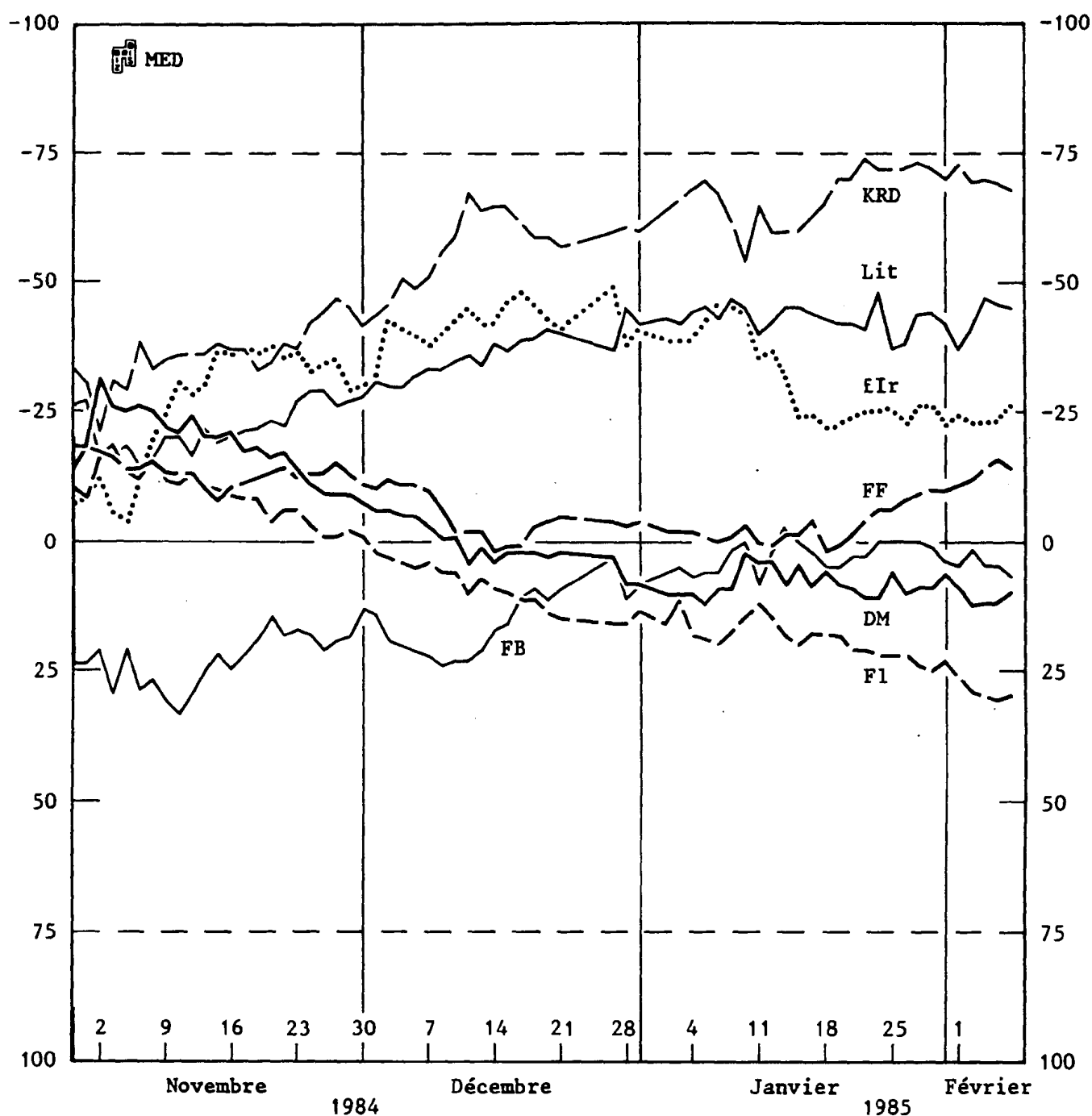
MOUVEMENTS A L'INTERIEUR DE LA GRILLE DE PARITES DU SME CALCULES SUR LA BASE  
DES COURS OFFICIELS DE L'ECU DANS LES DIFFERENTES MONNAIES PARTICIPANTES



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

7 février 1985

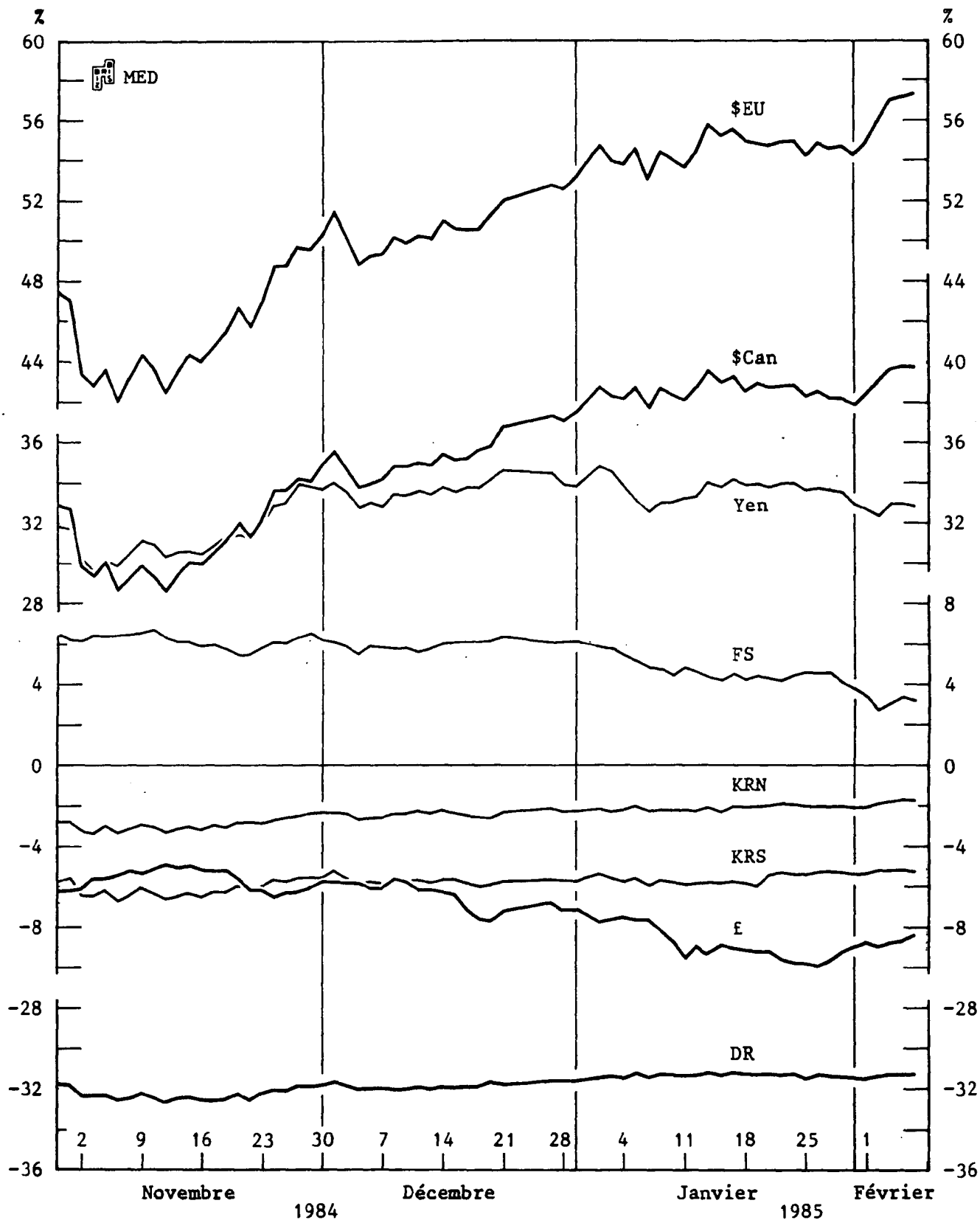
## EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE \*



\* 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.

7 février 1985

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.

7 février 1985

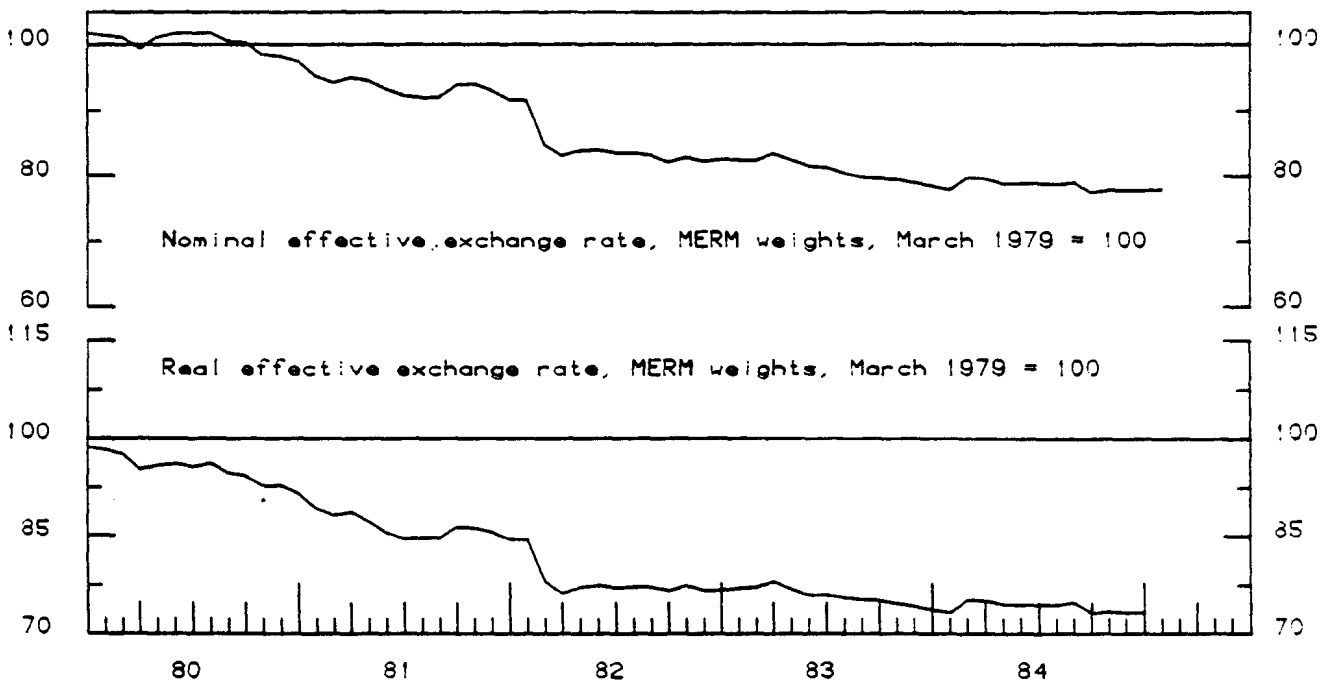
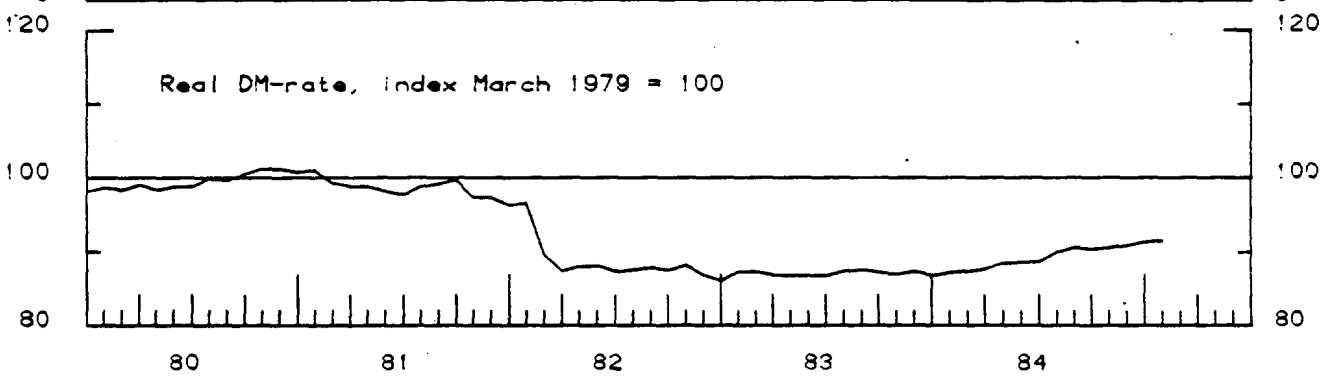
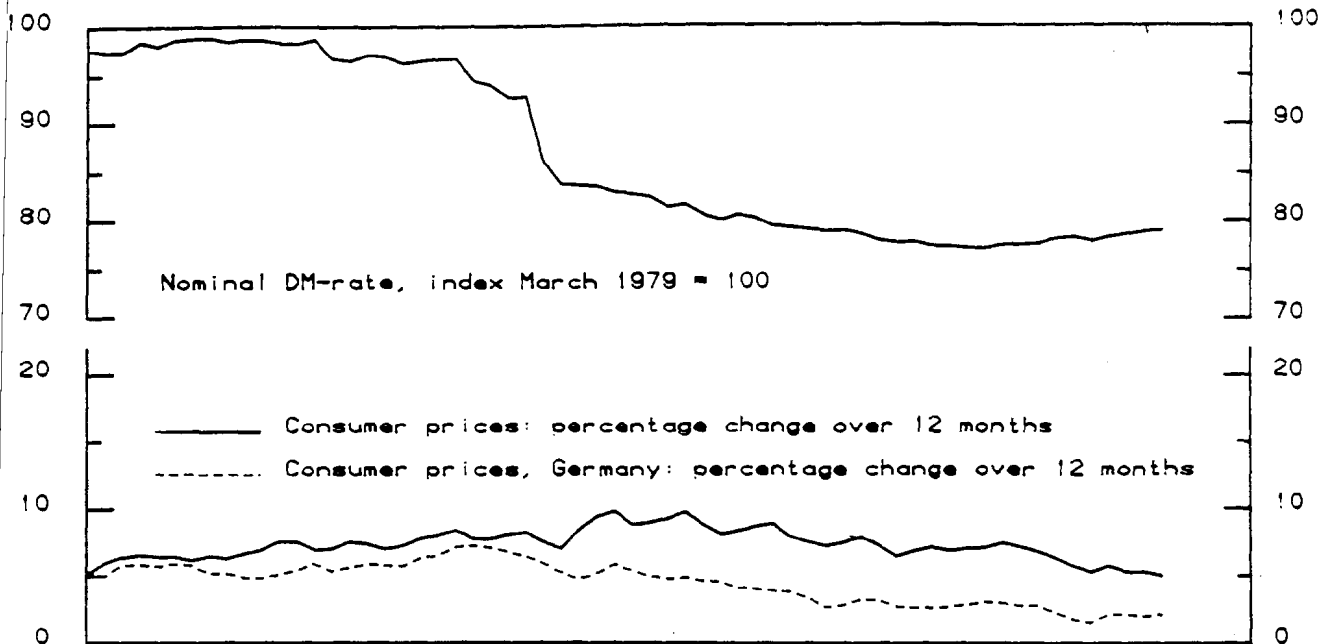
GRAPHS AND TABLE

TO BE USED IN PROFESSOR LAMFALUSSY'S REMARKS TO  
COMMITTEE OF GOVERNORS OF THE CENTRAL BANKS  
OF EEC COUNTRIES

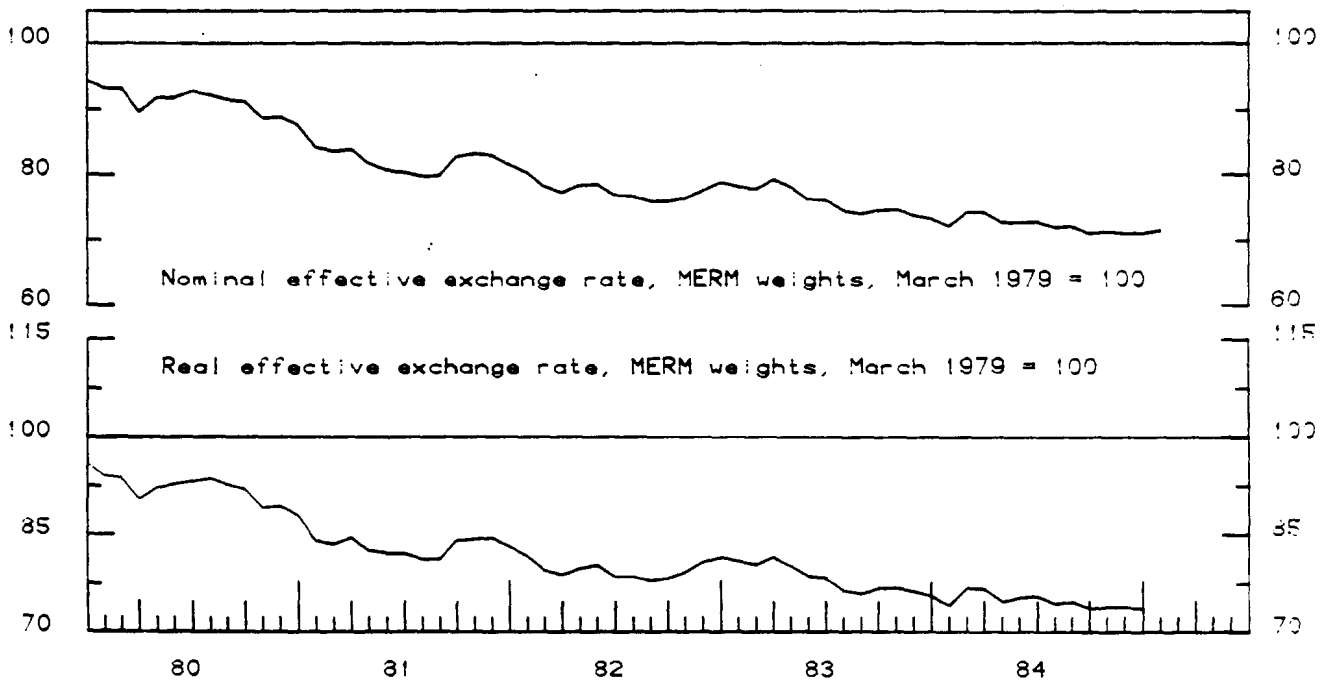
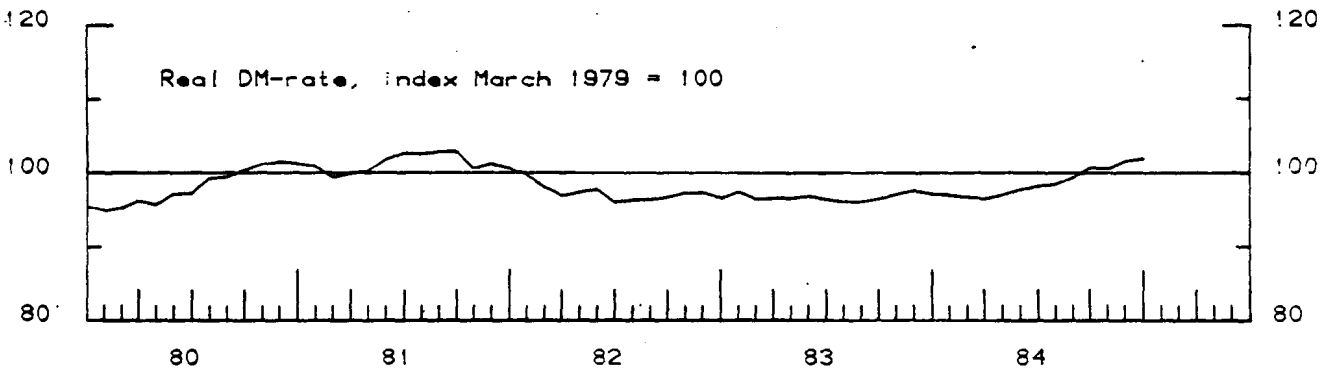
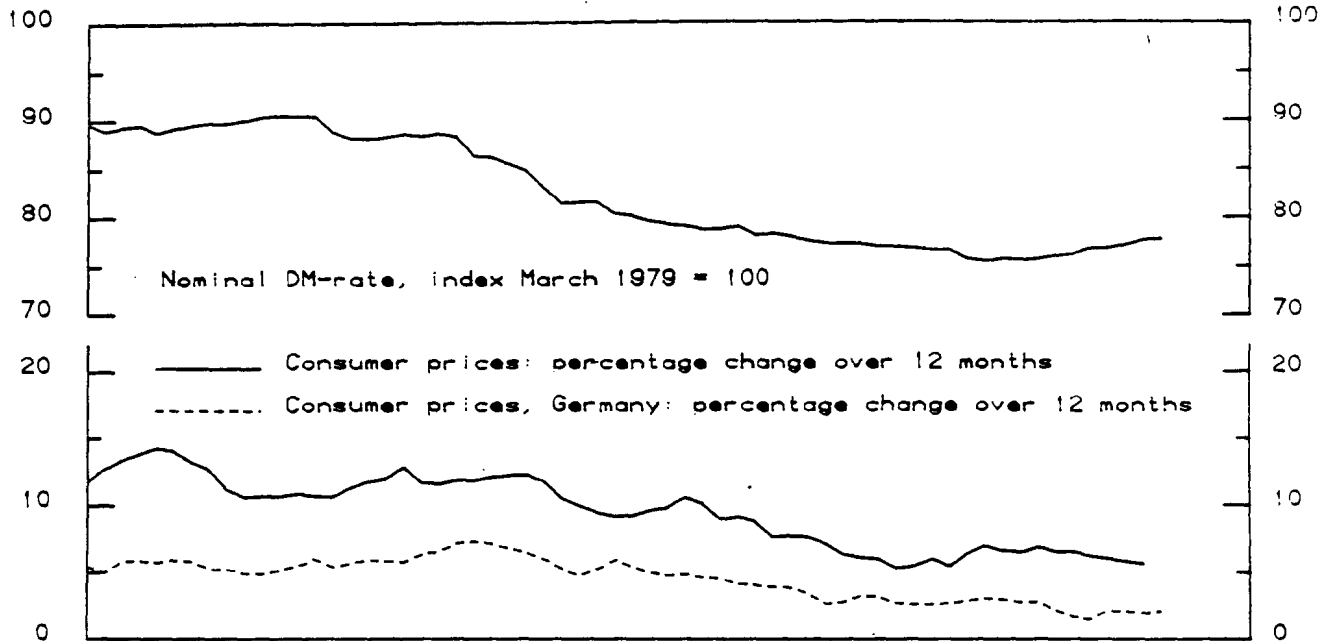
---

12TH FEBRUARY 1985

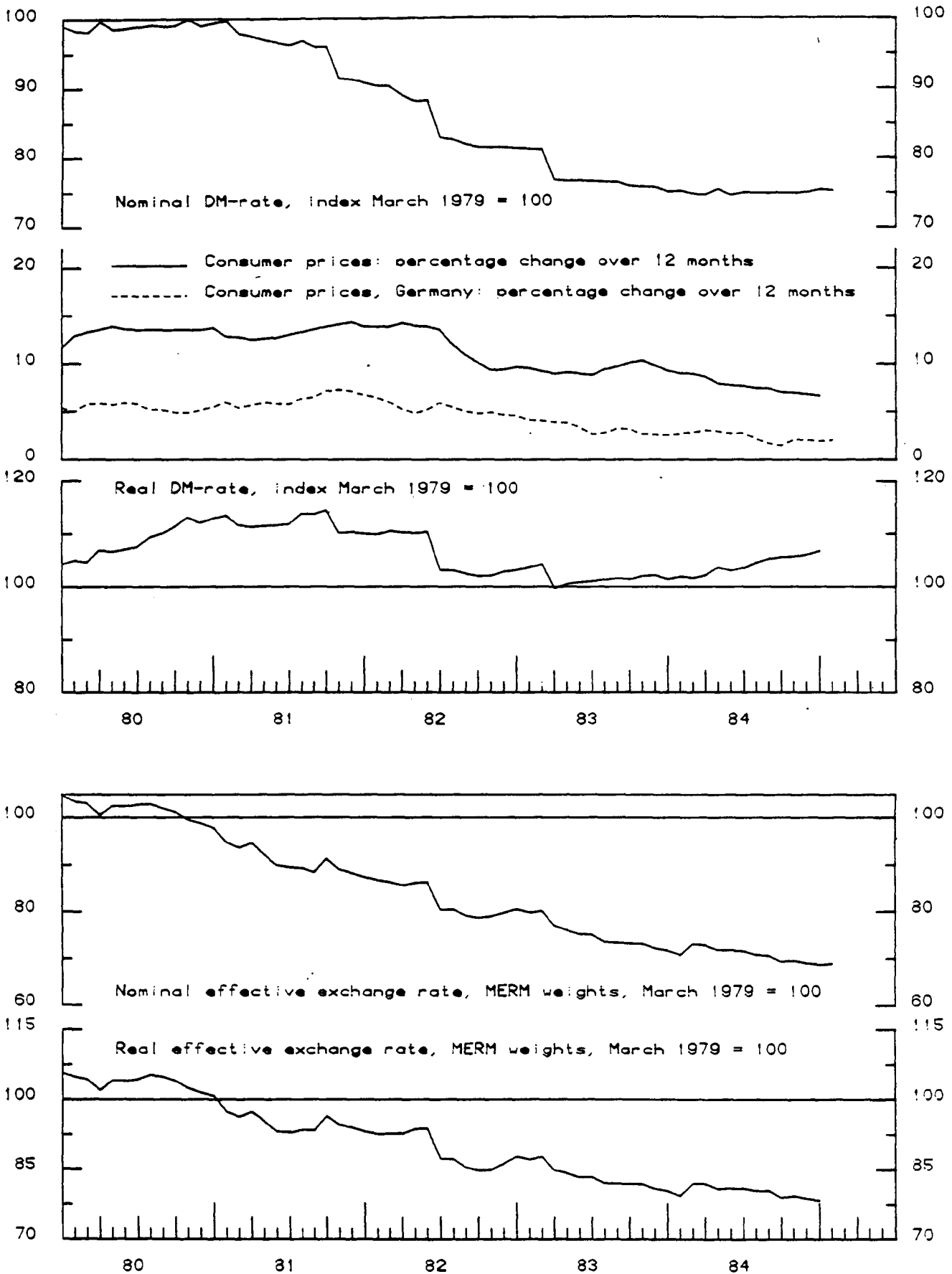
# BELGIUM



# DENMARK

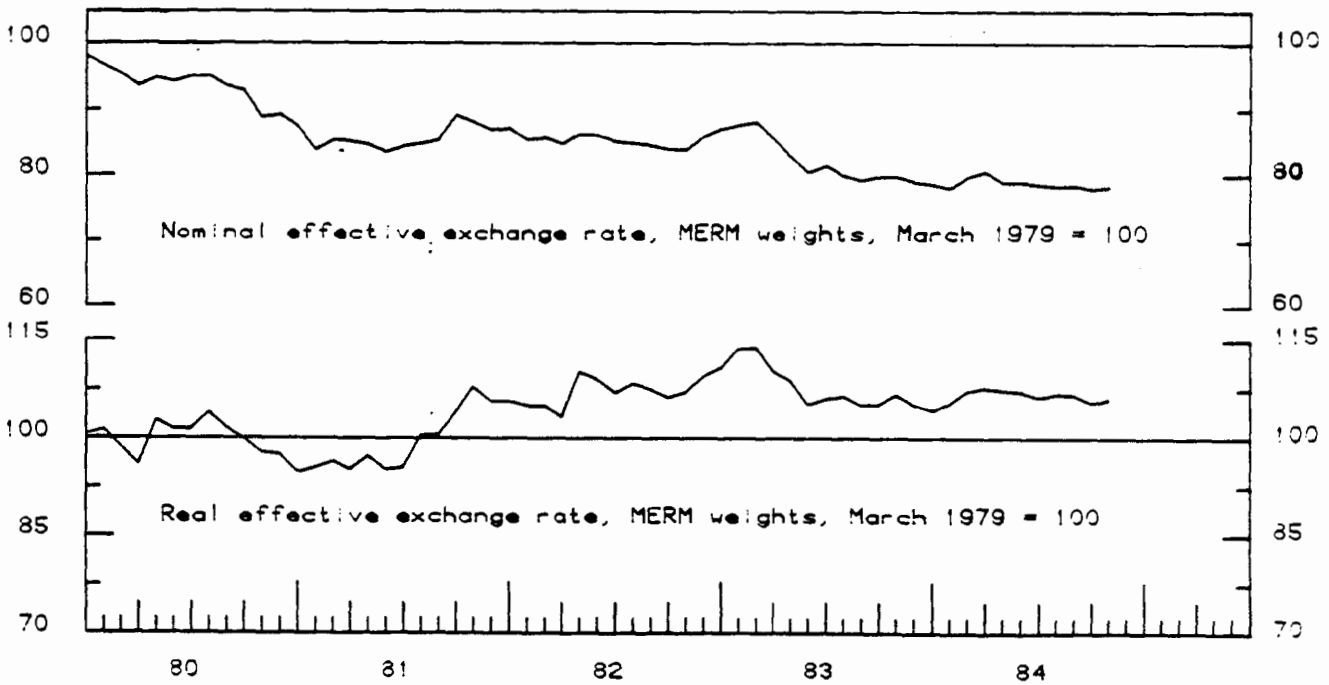
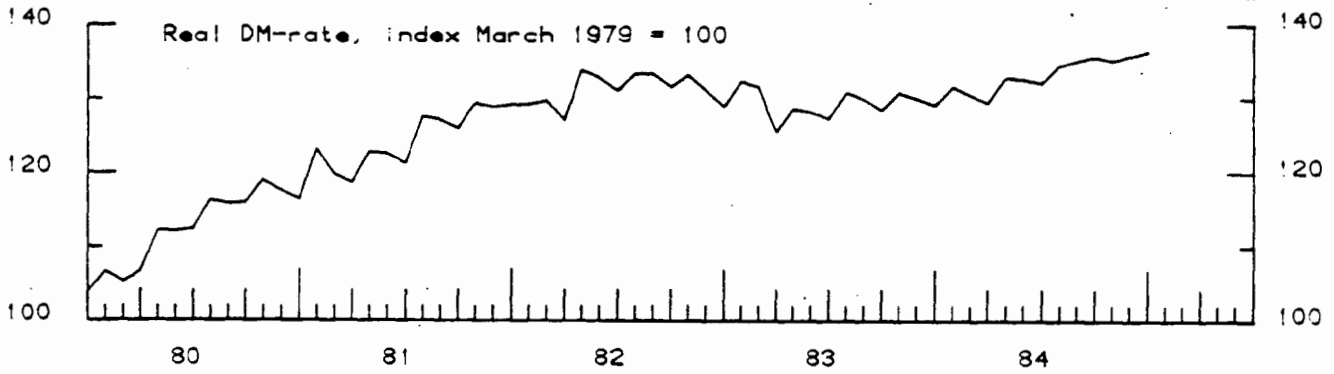
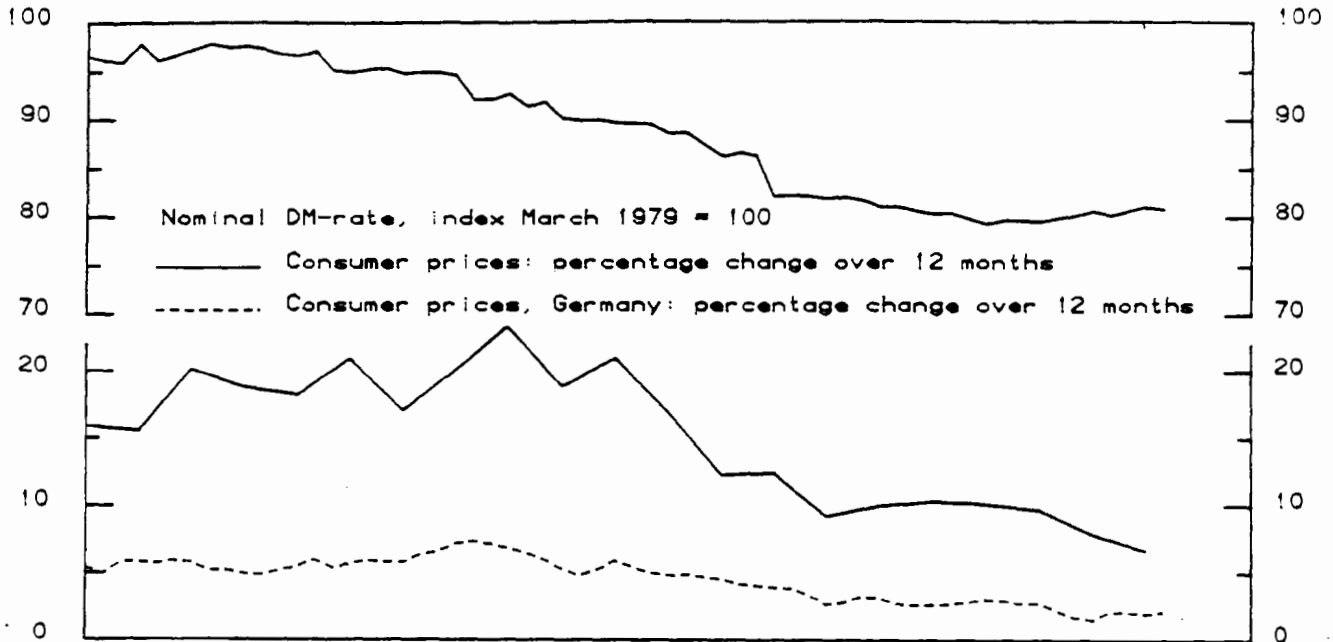


# FRANCE

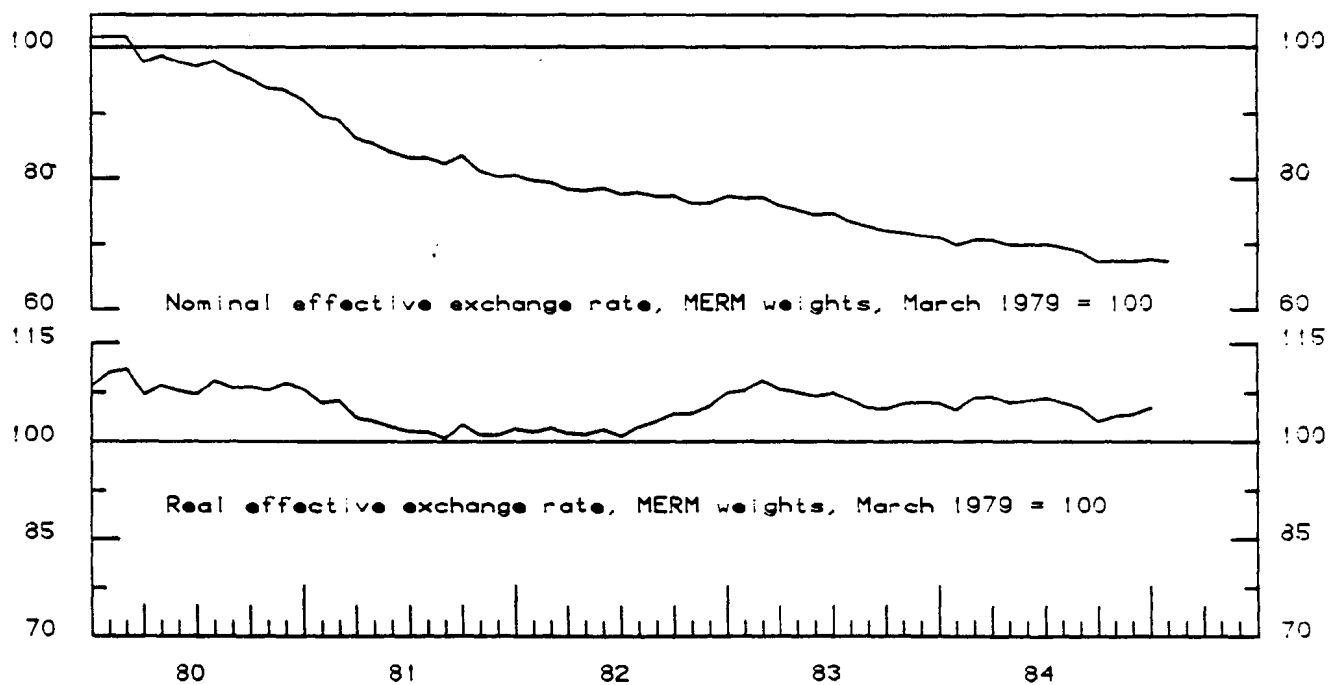
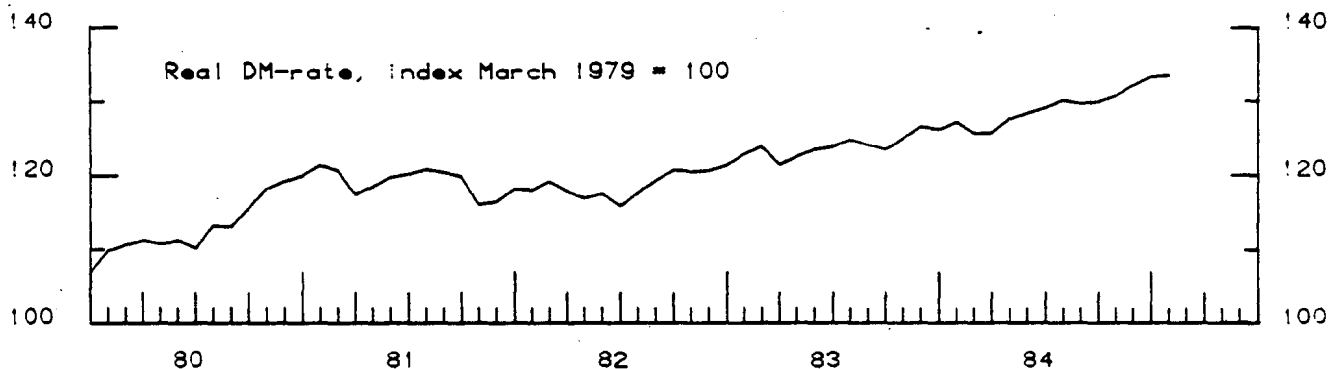
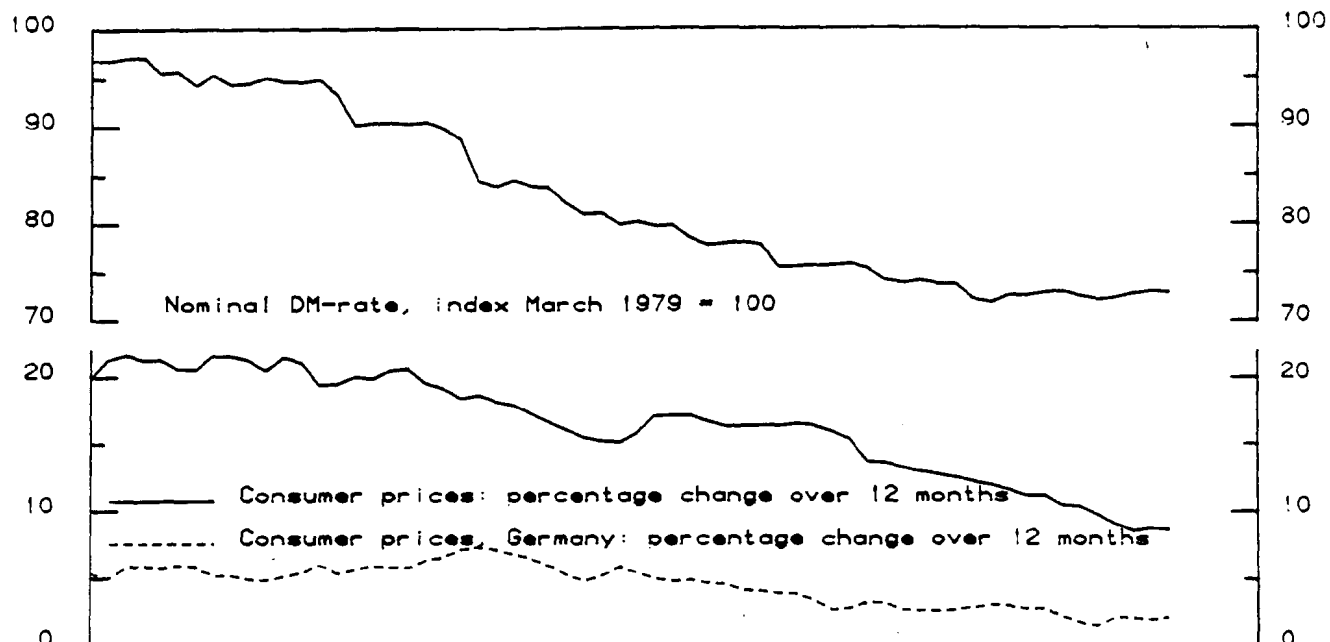




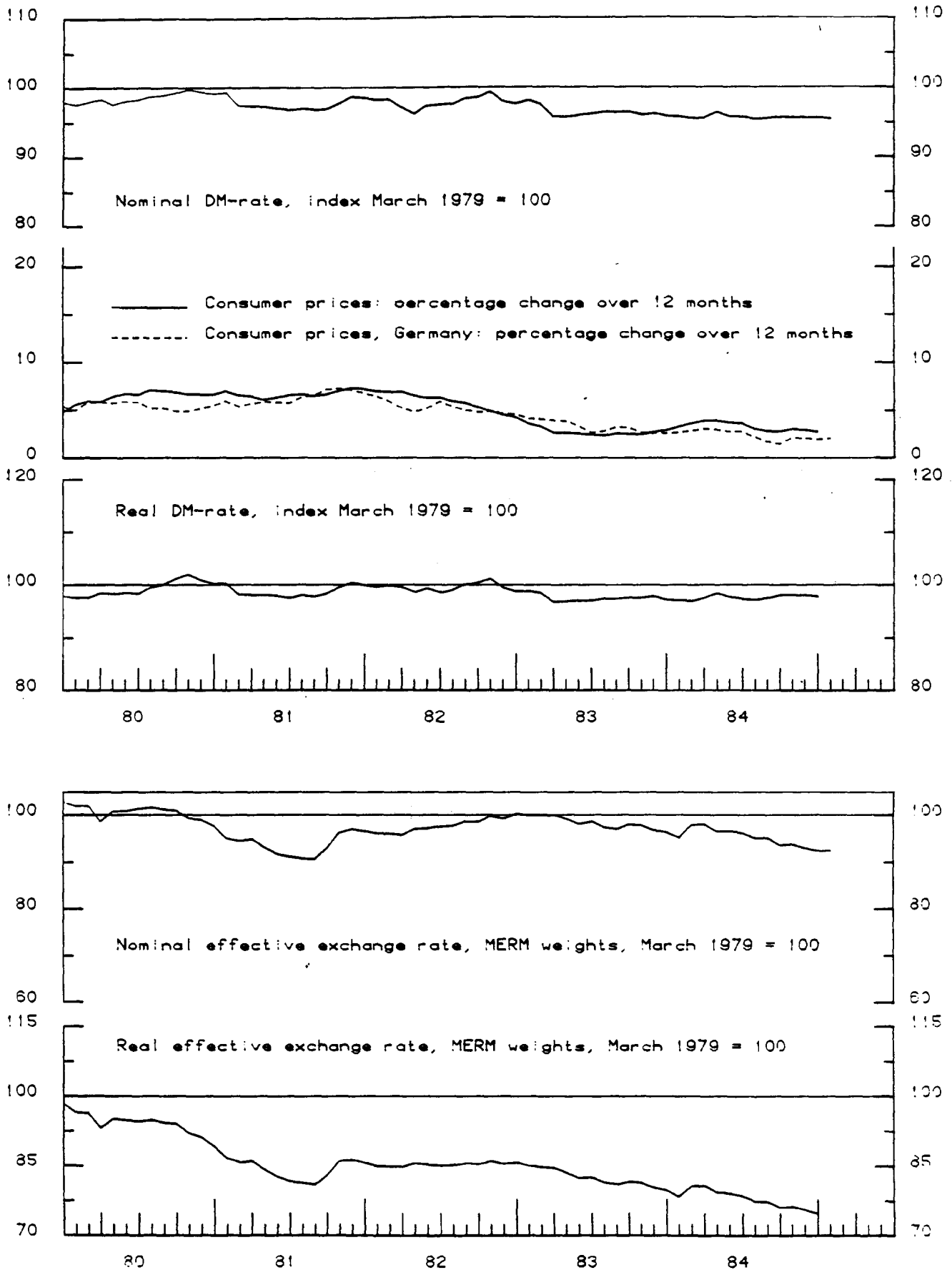
# IRELAND



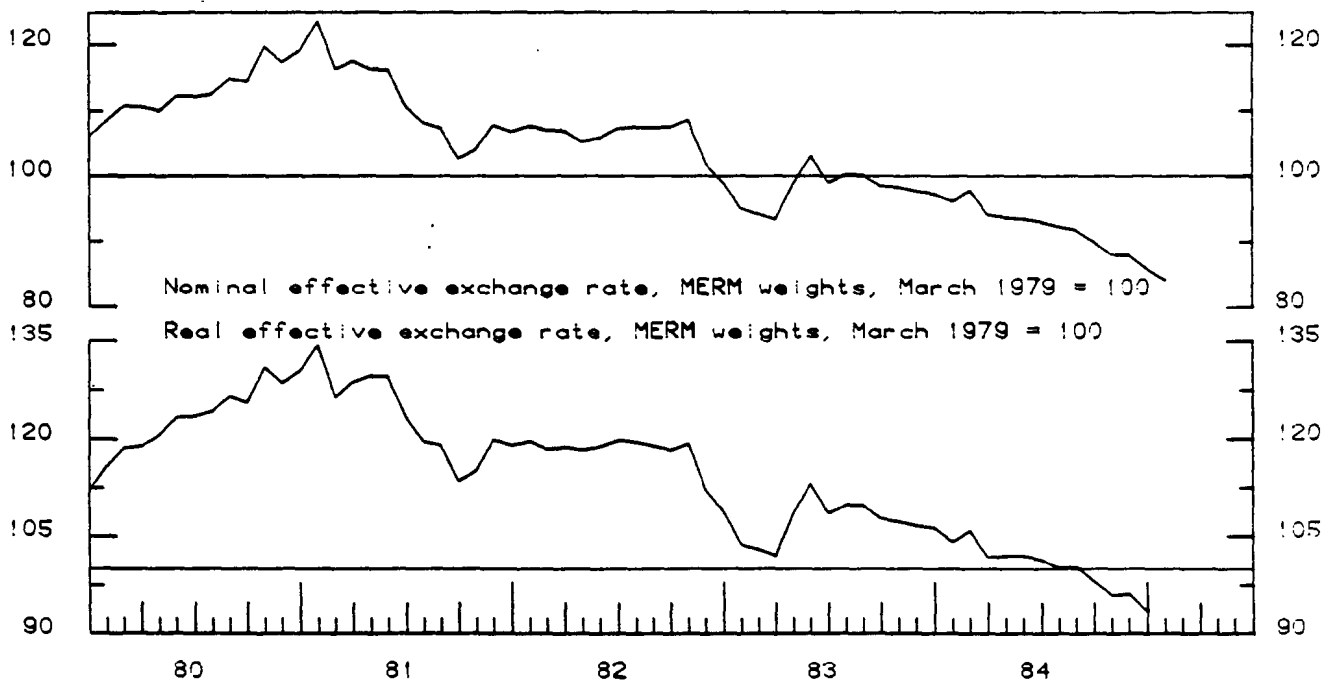
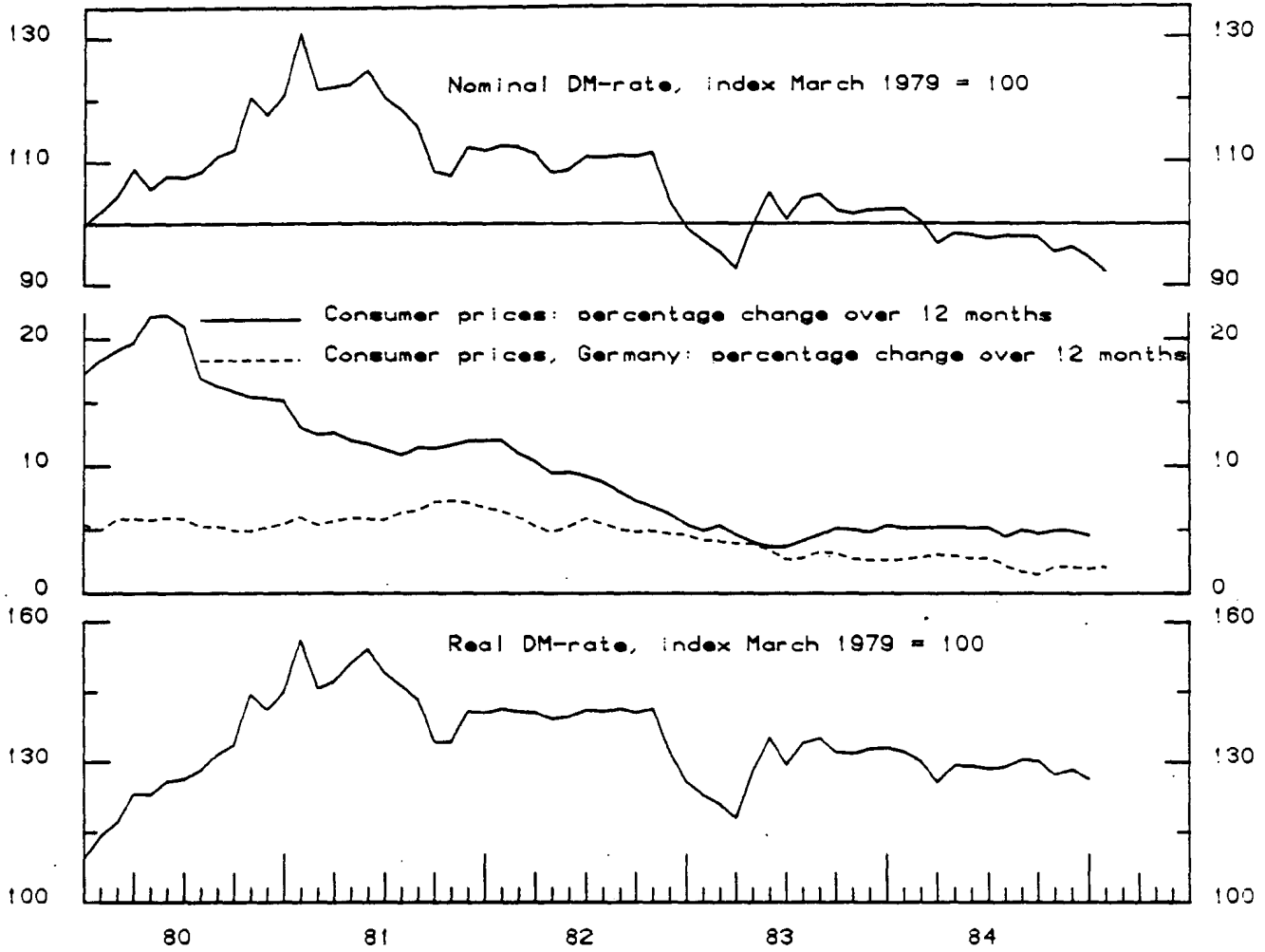
# ITALY



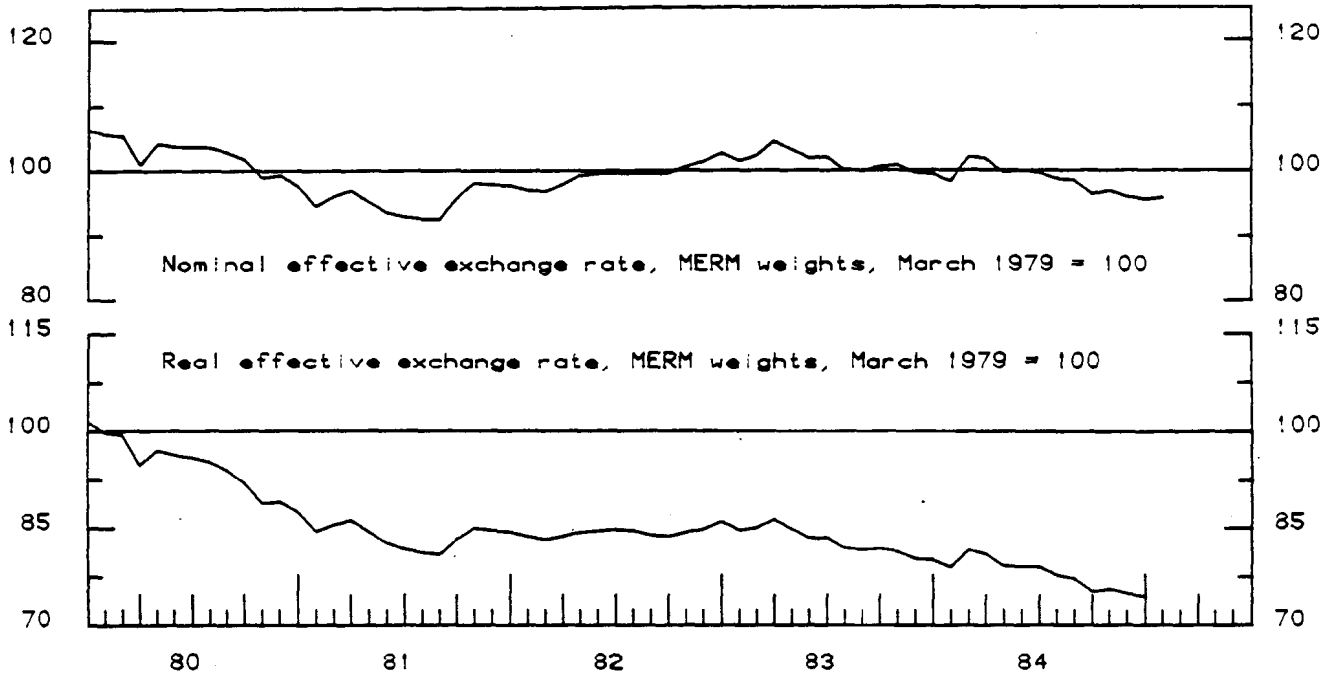
# NETHERLANDS



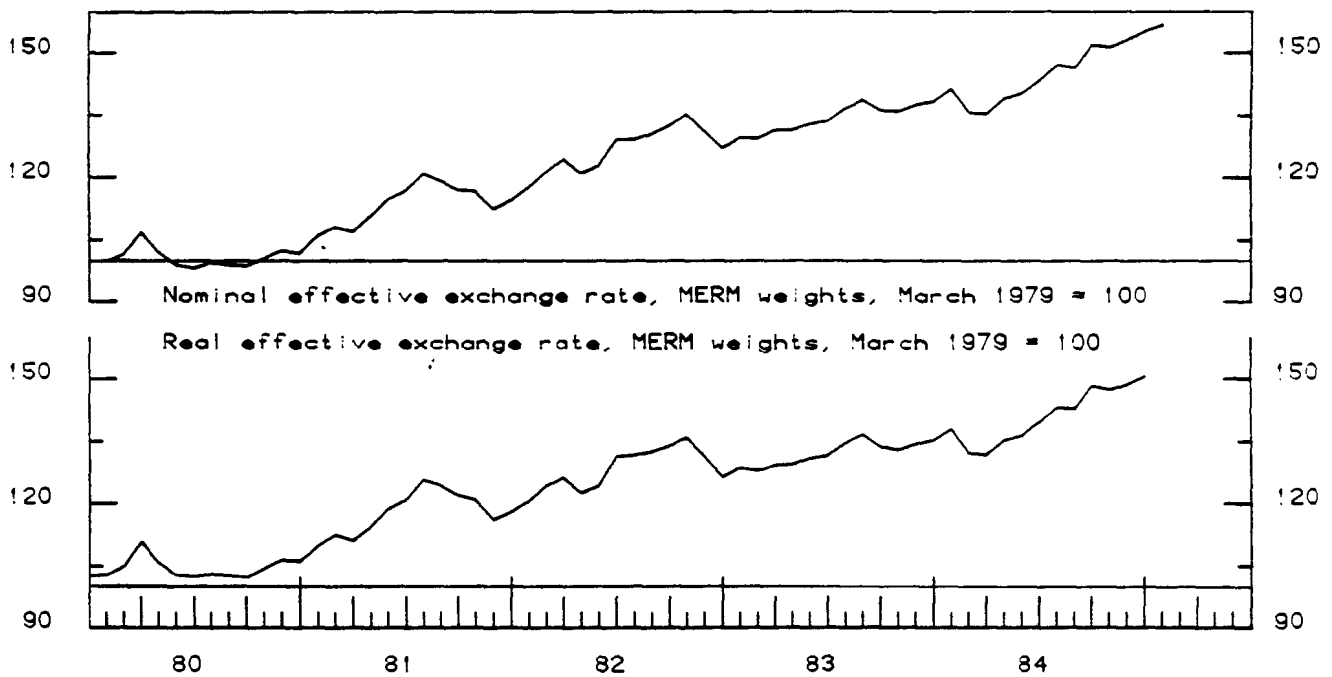
# UNITED KINGDOM



# GERMANY



# UNITED STATES



Consumer prices (CPI) and unit labour costs (ULC) relative to Germany.

	Indices 1st Q. 1979 = 100													
	BE		DK		FR		IT		NL		IE		GB	
	CPI	ULC	CPI	ULC	CPI	ULC	CPI	ULC	CPI	ULC	CPI	ULC	CPI	ULC
1980, 4th Q.	102.6	103.6	112.7	93.9	113.8	109.4	126.9	114.8	102.0	94.0	121.0	131.7	120.4	123.6
1981, 4th Q.	103.4	98.7	118.0	94.6	121.3	117.7	140.0	131.1	101.9	92.3	139.4	134.4	125.9	124.3
1982, 4th Q.	107.5	96.0	123.6	94.1	126.2	121.2	155.9	147.5	101.6	92.1	149.5	139.5	127.7	126.3
1983, 4th Q.	112.0	100.6	127.4	103.9	135.6	131.4	171.5	183.6	102.4	91.3	160.7	139.4	130.5	132.4
1984, 2nd Q.	114.1	102.3	129.3	110.4	138.6	135.5	177.5	189.0	102.5	89.7	-	-	132.3	135.9

Note: For some countries the calculations based on ULCs are highly preliminary and tentative.