

Vertraulich
Uebersetzung

PROTOKOLL* DER
EINHUNDERTSIEBENUNDVIERZIGSTEN SITZUNG DES AUSSCHUSSES
DER PRAESIDENTEN DER ZENTRALBANKEN DER MITGLIEDSTAATEN
DER EUROPÄISCHEN WIRTSCHAFTSGEMEINSCHAFT
BASEL, DIENSTAG, 8. JULI 1980, 10 UHR

Anwesend sind: der Gouverneur der Danmarks Nationalbank und Ausschussvorsitzende, Herr Hoffmeyer, begleitet von den Herren Mikkelsen und Dalgaard; der Gouverneur der Banque Nationale de Belgique, Herr de Strycker, begleitet von Herrn Janson; der Präsident der Deutschen Bundesbank, Herr Pöhl, begleitet von den Herren Gleske, Scholl und Kloft; der Gouverneur der Banque de France, Herr de la Genière, begleitet von den Herren Théron und Lefort; der Generaldirektor der Central Bank of Ireland, Herr Breen, begleitet von Herrn Reynolds; der Gouverneur der Banca d'Italia, Herr Ciampi, begleitet von den Herren Sarcinelli und Magnifico; der Präsident der Nederlandsche Bank, Herr Zijlstra, begleitet von den Herren Szász und de Boer; der Gouverneur der Bank of England, Herr Richardson, begleitet von den Herren Loehnis und Balfour; zugegen sind ferner der Generaldirektor für Wirtschaft und Finanzen der Kommission der Europäischen Gemeinschaften, Herr Padoa-Schioppa, begleitet von den Herren Boyer de la Giroday und Kees; der Kommissar für die Bankenaufsicht des Grossherzogtums Luxemburg, Herr Jaans; der Vorsitzende der Expertengruppe, Herr Heyvaert. Ebenfalls anwesend sind der Generalsekretär des Ausschusses, Herr Schleiminger, sein Beigeordneter, Herr Bascoul, die Herren Scheller und Mortby sowie die Herren Lamfalussy, Dealtry und Dagassan.

I. Billigung des Protokolls der 146. Sitzung

Der Ausschuss billigt das Protokoll der 146. Sitzung vom 9. Juni 1980 einstimmig in der Fassung des Entwurfs.

* Endgültige, in der Sitzung vom 9. September 1980 gebilligt Fassung, die gegenüber dem Entwurf nur einige Aenderungen redaktioneller Art aufweist.

II. Entwicklung der Devisenmärkte der an der Konzertation beteiligten Länder im Juni und in den ersten Julitagen 1980: Vorlage des Berichts an die Finanzminister der EWG-Länder und Verabschiedung dieses Berichts durch den Ausschuss, Ueberprüfung des Funktionierens der innergemeinschaftlichen Konzertation

A. Referat von Herrn Heyvaert

Herr Heyvaert fasst kurz die wesentlichen Punkte des dem Protokoll beigefügten Berichts zusammen und kommentiert sie. Darüber hinaus macht er den Ausschuss auf einige herausragende Merkmale in der Entwicklung der Bruttoreserven der an der Konzertation teilnehmenden Zentralbanken im ersten Halbjahr 1980 aufmerksam. Aus Spalte 9 der den Gouverneuren vorliegenden Uebersichtstabelle geht hervor, dass mehrere Zentralbanken im ersten Halbjahr 1980 in erheblichem Umfang auf Kredite im Ausland zurückgegriffen haben (Belgien: US-\$ 3,9 Mrd.; Dänemark: 1 Mrd.; Schweden: 2,8 Mrd.; Italien: 1,4 Mrd.), während die Bruttoreserven dieser Länder nur wenig anstiegen oder sogar abnahmen. Spalte 7 zeigt, dass die während der ersten sechs Monate des Jahres 1980 gegen US-Dollar getätigten Interventionen sich zu Abgaben von 11,3 Mrd. saldierten (Bruttoabgaben von 16,2 Mrd. gegen Bruttokäufe von 4,9 Mrd.). Im März war die Kursentwicklung des US-Dollars von einer sehr festen Tendenz geprägt gewesen, während in der Folge die amerikanische Währung wieder schwach notierte. Eine Gegenüberstellung der Dollarkurse vom ersten Halbjahr 1980 und vom 31. Dezember 1979 zeigt, dass der Dollar einen Teil der an verschiedenen Plätzen im März erzielten Kursavancen bewahren konnte, wobei die Höherbewertung von 1 1/2% in Paris und Amsterdam bis 4 1/4% in Mailand reicht.

Zwei Schlussfolgerungen lassen sich aus dem Verhalten der Zentralbanken ziehen: steigt der Dollarkurs, intervenieren die Zentralbanken kräftig, sinkt er, intervenieren sie relativ wenig. Diese Haltung dürfte damit in Verbindung stehen, dass die Interventionen - insbesondere der nicht am EWS teilnehmenden Zentralbanken, aber auch einiger EWS-Teilnehmer - nicht nur der Regulierung des Dollarkurses dienen, sondern auch der Verteidigung der eigenen Währung.

Als letztes teilt Herr Heyvaert dem Ausschuss mit, dass die Federal Reserve Bank of New York am 19. Juni 1980 an das besondere Telefonnetz der Konzertation unter Zentralbanken angeschlossen wurde.

Dieser Anschluss, dem die Gouverneure im Januar 1980 zugestimmt hatten, konnte, wie bereits im Mai angedeutet, erst mit einiger Verzögerung erfolgen, da für die Ausweitung des Netzes Nr. 1 nach New York eine Verstärkung der Telefonzentrale notwendig war. Im übrigen hat sich diese Verstärkung positiv auf die allgemeine Leistungsfähigkeit des Telefonnetzes Nr. 1 ausgewirkt.

Der Vorsitzende dankt Herrn Heyvaert für seine Ausführungen und bittet die Gouverneure um ihre Stellungnahme.

B. Aussprache des Ausschusses

Herr Ciampi macht einige erklärende Ausführungen zur relativen Schwäche der italienischen Lira in jüngster Zeit gegenüber den anderen am Wechselkursmechanismus des EWS teilnehmenden Währungen. Diese Schwäche beruht auf zwei Gründen:

- der Verschlechterung der Leistungsbilanz sowie
- der Umkehr bei den Zahlungsmodalitäten und der vorzeitigen Rückzahlung von Fremdwährungskrediten seitens italienischer Gebietsansässiger.

Die Verschlechterung der Leistungsbilanz, die im letzten Quartal 1979 ihren Anfang nahm, erklärt sich aus dem Zusammenwirken von zwei Faktoren: der Verteuerung des Erdöls (hierbei ist zu beachten, dass kein Land so stark von Erdöleinfuhren abhängt wie Italien) und ungünstiger Veränderungen der Terms of trade bei den anderen Gütern. Das hohe Niveau der Wirtschaftstätigkeit, die durch ein anhaltendes Wachstum der industriellen Produktion gekennzeichnet ist, eine hohe Auslastung der Produktionskapazitäten, die Verschlechterung der Wettbewerbsposition als Folge des sich ausweitenden Inflationsgefälles zwischen Italien und seinen wichtigsten Handelspartnern und die weltweite Abschächung der Nachfrage haben in den ersten fünf Monaten des Jahres 1980 zu einer Stagnation der Exporte geführt, während die Importe im selben Zeitraum gegenüber dem entsprechenden Vorjahreszeitraum um 11% gestiegen sind.

Die Handelsbilanz (Exporte f.o.b. und Importe c.i.f.) wies von Januar bis Mai 1980 ein Defizit von insgesamt US-\$ 8 Mrd. auf, eine Passivierung um 6 Mrd. gegenüber dem entsprechenden Zeitraum von 1979. Die gegenwärtigen Prognosen, die von einem Realwachstum von 4% ausgehen, gehen dahin, dass die Leistungsbilanz für das gesamte Jahr 1980 ein Defizit in Höhe von US-\$ 5 bis 6 Mrd. aufweisen wird, was freilich nur 1,5 bis 2% des Bruttosozialprodukts ist.

Der Druck auf den Kurs der Lira während der letzten Monate erklärt sich indessen vor allem durch die Veränderung der Zahlungsmodalitäten und die vorzeitige Rückzahlung von Fremdwährungskrediten seitens italienischer Gebietsansässiger. Diese Verhaltensweisen haben ihren Ursprung im mangelnden Vertrauen in die Wirtschaftspolitik Italiens sowie in Gerüchten über eine Abwertung der Lira. Diese Gerüchte sind nun aber gerade in einem Augenblick aufgetreten, in dem sich erste Erfolge der Antiinflationpolitik abzeichnen. In der Tat ist der Index der Lebenshaltungskosten von März bis Mai 1980 nur um 3,4% gestiegen, das sind 14% auf Jahresbasis, und die Grosshandelspreise nur um 3,1%, was einer Jahresrate von 13% gleichkommt. Dieser Anstieg steht im Gegensatz zu einer Teuerungsrate von über 20% in den vorangegangenen Monaten. Zudem ist festzuhalten, dass ein stabiler Aussenwert der Lira im Verein mit einer restriktiveren Geldpolitik eine der Hauptbasen für die Inflationsbekämpfung darstellt.

Die Notenbank widersetzte sich dem Druck auf den Kurs der italienischen Lira, indem sie mit erheblichen Beträgen am Devisenmarkt intervenierte. Gleichzeitig verstärkte sie die Steuerung der Bankenliquidität und gestaltete die Plafonds für auf Lira lautende Bankkredite restriktiver. Die Normen werden nunmehr auf Monatsbasis festgesetzt (statt wie bisher auf zweimonatiger Basis), und der Satz für bei der Banca d'Italia zu haltenden unverzinslichen Reserven wurde auf bis zu 75% des die monatliche Norm übersteigenden Betrages festgesetzt. Die von der italienischen Notenbank im voraus bekanntgegebenen monatlichen Normen sind sehr eng gehalten, insbesondere für die allernächsten Monate. Die Ankündigung einer restriktiveren Geldpolitik übte einen sofortigen Effekt auf die Devisenmärkte aus.

Die italienische Regierung hat ihrerseits ein Wirtschafts- und Finanzprogramm vorgelegt, mit dem der Inlandsverbrauch gedrosselt und dadurch Ressourcen für Exporte und Investitionen freigesetzt werden sollen. Gleichzeitig wird der Nettofinanzierungsbedarf des öffentlichen Sektors für das laufende Jahr statt Lit 41.000 Mrd. (frühere Schätzung) nur Lit 38.000 Mrd. betragen.

Die Verringerung des Finanzierungsbedarfs des erweiterten öffentlichen Sektors wird durch Steuererhöhungen (insbesondere der indirekten Steuern), Verlagerung von Einlagen der öffentlichen Körperschaften bei Banken auf das Schatzamt und eine Sondersteuer auf Löhne und Gehälter, deren Erlös einem Sonderfonds zur Unterstützung finanziell angeschlagener Unternehmen zugute kommt, erreicht werden. Ein Teil der zusätzlichen Einnahmen geht

in Ausgaben zur Verbesserung der Wettbewerbsposition der italienischen Unternehmen, zur Förderung der Exporte sowie der Investitionen von Sonderkreditinstituten in Süditalien und in gewissen Problembereichen.

Herr Ciampi glaubt, dass die italienische Lira in naher Zukunft eine stabilere Haltung an den Tag legen wird. Das Abflauen der Inlandsnachfrage sollte sich in niedrigeren Einfuhren und wieder höheren Ausfuhren niederschlagen. Die finanz- und geldpolitischen Massnahmen dürften die Tendenz eines Nachlassens der Inflation, die seit einigen Monaten erkennbar ist, verstärken, und die Steuererhöhungen sollten sich lediglich mit 1 bis 1,5 Prozentpunkten auf die Jahresteuerrate auswirken.

Die Verunsicherung der Märkte, die durch das verzögerte Vorlegen eines Wirtschaftsprogramms seitens der neuen Regierung entstanden war, dürfte sich jetzt verflüchtigen; zudem haben die Gewerkschaften die neuen Regierungsmassnahmen angenommen und sind bereit, mit den Arbeitgeberverbänden Verhandlungen über eine Verbesserung der Arbeitsbeziehungen aufzunehmen, d.h. insbesondere über Verbesserungen auf dem Gebiet der Mobilität der Arbeitskräfte sowie der Wettbewerbsfähigkeit der italienischen Wirtschaft.

Herr Pöhl betont unter Bezugnahme auf das Referat von Herrn Heyvaert, dass die gegenwärtige Situation von einer generellen Schwäche des US-Dollars und nicht von einer besonders festen Haltung der D-Mark und des Schweizer Frankens gekennzeichnet ist. In der Tat ist die rückläufige Kursentwicklung des Dollars gegenüber anderen europäischen Währungen, wie etwa dem Pfund Sterling, noch ausgeprägter. Im übrigen kann man schwerlich sagen, dass die Zentralbanken nur zur Verteidigung ihrer eigenen Währung intervenieren, denn man kann Interventionen von erheblicher Höhe auch dann feststellen, wenn der Kurs des Dollars abwärtsgerichtet ist. Dies trifft zum Beispiel für die Interventionen vom 7. Juli 1980 zu, die vorwiegend gegen D-Mark, aber auch andere europäische Währungen (Schweizer Franken, dänische Kronen) erfolgten. Hingegen gab es praktisch keine Interventionen gegen Pfund Sterling - eine Währung, die neben dem französischen Franken gegenwärtig sehr fest notiert. Im übrigen kann man sich fragen, ob man in der gegenwärtigen Situation auf den Märkten intervenieren soll, wenn man bedenkt, dass die jüngste Schwäche des Dollars ihren Ursprung in der internen Wirtschaftspolitik der USA hat, insbesondere im anhaltenden Rückgang der Zinsen.

Herr de la Genière betont, dass in Frankreich der geldpolitische Kurs nicht mehr durch den amtlichen Diskontsatz (der inzwischen ein

"toter" Satz ist) vorgegeben wird, sondern vielmehr durch den Interventionssatz der französischen Notenbank am Geldmarkt, einen Satz, zu dem die Banque de France dem Bankensystem im wesentlichen die notwendige Liquidität zur Verfügung stellt. Dieser Satz, bereits im Mai von 13 auf 12 3/4% gesenkt, wurde am 20. Juni 1980 erneut um 3/4 Prozentpunkte auf 12% herabgesetzt. Dieser Massnahme lagen keine internen Erwägungen zugrunde (binnenwirtschaftlich spricht vielmehr alles für die Beibehaltung eines hohen Zinsniveaus); sie wurde getroffen, um dem französischen Franken im EWS etwas von seiner Dynamik zu nehmen.

In Beantwortung einer Frage von Herrn Pöhl zu den Gründen der gegenwärtigen festen Haltung des französischen Frankens erklärt Herr de la Genière, dass diese Festigkeit zurückzuführen sein dürfte

- auf das im Vergleich zu anderen Ländern relativ hohe nominale wie reale Zinsniveau in Frankreich,
- auf die Zugehörigkeit des französischen Frankens zum EWS und die Entschlossenheit der französischen Behörden, ihn dort zu lassen,
- auf den Umstand, dass die Verschlechterung der Leistungsbilanz weniger stark ausgeprägt ist als in anderen Ländern; so beträgt das für 1980 erwartete Defizit von FF 20 bis 25 Mrd. (nach einem geringen Ueberschuss 1979) als absoluter Betrag nur die Hälfte des für Deutschland angenommenen Fehlbetrags.

Herr de Strycker gibt zu bedenken, ob der Kurs des französischen Frankens nicht auch dadurch gestützt wird, dass französische amtliche wie halbamtliche Stellen im Ausland in erheblichem Umfang Kredite aufnehmen, deren Erlös am Devisenmarkt verkauft wird.

Herr de la Genière erklärt, dass der französische Staat keine Kredite im Ausland aufnimmt und die von Staatsunternehmen aufgenommenen Kredite nicht erheblich zugenommen haben dürften.

Herr Théron erklärt, dass sich die Kredittransaktionen der halbstaatlichen Unternehmen zweifellos auf hohe Beträge belaufen, per Saldo indessen ihr Einfluss auf die Devisenmärkte praktisch gleich Null ist, wenn man die Rückzahlung früherer Kredite berücksichtigt. So ist der den Gouverneuren von Herrn Heyvaert ausgehändigten Tabelle zur Veränderung der Bruttoreserven zu entnehmen, dass sich im ersten Halbjahr hieraus für den französischen Franken ein Stützungseffekt ergibt, der den sehr bescheidenen Betrag von etwas mehr als US-\$ 100 Mio. ausmacht - die Differenz

zwischen der zusätzlichen Kreditaufnahme von \$ 1.428 Mio. und der Rückzahlung früherer Kredite von \$ 1.316 Mio.

Herr de la Genière fügt hinzu, dass der von Herrn Théron genannte Betrag sehr bescheiden sei im Vergleich zu den anderen Quellen der Finanzierung des Leistungsbilanzdefizits, nämlich der sehr günstigen Entwicklung der Zahlungsmodalitäten und in geringerem Ausmass den Zuflüssen kurzfristigen Kapitals. Da sich jedoch die Entwicklung bei den Zahlungsfristen nicht auf unbegrenzte Zeit fortsetzen kann, dürften die halbstaatlichen Organismen im zweiten Halbjahr 1980 sehr viel mehr zur Aufnahme langfristiger Kredite schreiten. Auf eine Frage von Herrn de Strycker zu den Auswirkungen der inländischen Kreditrestriktionen auf die Entwicklung der von Privatunternehmen aufgenommenen Fremdwährungskrediten räumt Herr de la Genière ein, dass hier eine Zunahme zu verzeichnen ist, die - in der Hauptsache mittelständischen - Unternehmen aber zögern, Wechselkursrisiken einzugehen.

In Antwort auf Fragen des Vorsitzenden und von Herrn Gleske erklärt Herr de la Genière, dass die günstigeren Zahlungsmodalitäten die Hauptquelle der Finanzierung des Defizits in laufender Rechnung waren. Als zweites kam es zu kurzfristigen Kapitalzuflüssen. Die fühlbare Erhöhung der Franken-Guthaben Gebietsfremder hängt grösstenteils mit der Entwicklung des französischen Aussenhandels zusammen. In der Tat handelt es sich hierbei weniger um von Gebietsfremden in französischen Franken angelegte Gelder, sondern eher um Kassenhaltungsdispositionen, d.h. Zahlungsmittel, die wegen des hohen Zinsniveaus in Frankreich etwas länger in französischen Franken gehalten werden.

Die kürzliche Lockerung der Devisenkontrollen in Frankreich bleibt auf die strenge Regelung, der die finanziellen Transaktionen zwischen Gebietsansässigen und Gebietsfremden unterworfen sind, praktisch ohne Einfluss; es handelt sich im wesentlichen um die vollständige Freigabe, unter Aufhebung jeglicher zeitlicher Beschränkung, von seitens der Rohstoffimporteure per Termin abgeschlossenen Deckungsgeschäften.

Herr Breen verweist auf den Konzertationsbericht, der erwähnt, dass die für das irische Pfund bei Eintritt Irlands in das EWS getroffene Uebergangsvereinbarung beendet wurde. Diese Vereinbarungen waren damals durch die besondere Beschaffenheit des irischen Devisenmarktes und die beherrschende Rolle, die das Pfund Sterling für Irland spielt, notwendig gewesen. Im Laufe der Monate konnte die von der Zentralbank festgesetzte

Spanne zwischen dem Ankaufs- und dem Verkaufskurs schrittweise erweitert werden. Der Devisenmarkt in Dublin hat sich nunmehr soweit entwickelt, dass das irische Pfund in vollem Umfang dem EWS-Verbund angehören kann. Die Central Bank of Ireland konnte daher am 12. Juni 1980 dem Markt mitteilen, dass sie am Tag darauf die von den EWS-Regeln vorgeschriebenen Schwankungsmargen einhalten wird. Sie dankt allen anderen EWG-Zentralbanken für das Verständnis, das diese für die damaligen besonderen Probleme Irlands gezeigt haben.

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

Der Vorsitzende stellt die Annahme des Berichts durch den Ausschuss in der Fassung des Entwurfs fest.

III. Koordinierung der Wechselkurspolitik der EWG-Zentralbanken gegenüber dem Dollar: Gedankenaustausch über die Bewertung des Verhaltens der wichtigsten Währungen, insbesondere des Dollars

Der Vorsitzende ruft in Erinnerung, dass der Ausschuss im April beschlossen hatte, periodisch einen Gedankenaustausch über die Bewertung des Verhaltens der wichtigsten Währungen, insbesondere des Dollars, zu führen. Er bittet Herrn Lamfalussy, seine Ueberlegungen zu diesem Thema darzulegen.

A. Referat von Herrn Lamfalussy

Herr Lamfalussy bemerkt einleitend, dass er die relative Ruhe an den Devisenmärkten dazu benutze, einige Ueberlegungen über die längerfristigen Perspektiven anzustellen. Für diesen Zweck wurden Grafiken zur Entwicklung der realen Wechselkurse angefertigt.* Statistiken dieser Art dürfen indessen nur mit Vorsicht interpretiert werden, denn die nominalen Wechselkurse werden täglich nicht ausschliesslich von der Wettbewerbsposition der betreffenden Länder bestimmt, sondern langfristig auch durch strukturelle Veränderungen (z.B. durch die Bedeutung des Erdöls für die Zahlungsbilanz von Grossbritannien) und kurzfristig von Richtung und Umfang der Kapitalströme, die ihrerseits durch Zinsunterschiede und Wechselkurserwartungen beeinflusst werden. Ausserdem kann der statistische Fehlerbereich in diesen Grafiken einige Prozentpunkte betragen.

* Diese Grafiken sind dem Protokoll als Anlagen beigelegt.

Die Grafik I, die die Entwicklung der effektiven Wechselkurse bereinigt um das relative Abschneiden der betreffenden Länder bei den Grosshandelspreisen, den Ausfuhrdurchschnittswerten sowie den Lohnstückkosten zeigt, macht deutlich, dass die Vereinigten Staaten 1977/78 gegenüber 1976 einen Wettbewerbsvorsprung erzielt haben, den sie bis jetzt wahren konnten. Einen noch erheblicheren Vorteil erzielte Japan, insbesondere auf der Basis der Lohnstückkosten, was einer Verbesserung der relativen Rentabilität der japanischen Unternehmen gleichkommt. Demgegenüber haben Deutschland und, in geringerem Umfang, Frankreich seit 1977 einen gewissen Wettbewerbsverlust auf der Basis der Lohnstückkosten hinnehmen müssen, während die unter Berücksichtigung der Ausfuhrdurchschnittswerte errechneten realen Wechselkurse relativ stabil blieben. Bei Grossbritannien ist die Verschlechterung der Wettbewerbsposition besonders ausgeprägt auf der Basis der Lohnstückkosten; sie erreicht gegenüber Ende 1976 über 40% und gegenüber 1973 30%.

Die Situation in Italien und den Niederlanden gleicht stark jener in Deutschland und Frankreich, während Belgien in den letzten Jahren seine Wettbewerbsposition erheblich verbessern konnte. Bei dieser Sachlage kann das Entstehen eines Leistungsbilanzdefizits in Belgien nicht durch die Inflation, sondern nur durch andere Faktoren erklärt werden. Bei Dänemark ist seit sechs Monaten ein Wettbewerbsgewinn gewissen Ausmasses festzustellen.

Aus der Grafik III, die die Entwicklung der nominalen und realen Wechselkurse der EWG-Währungen gegenüber der D-Mark zeigt, lassen sich teilweise andere Schlussfolgerungen als aus Grafik I ableiten, zum Beispiel die Verschlechterung der Wettbewerbsposition von Frankreich und Italien auf Verbraucherpreisbasis. Die Bedeutung der Grafik III ist freilich dadurch begrenzt, dass sie einerseits auf bilaterale Wechselkurse beschränkt ist und andererseits wegen fehlender Quartalsangaben über die Lohnstückkosten auf den Verbraucherpreisen basiert.

Alles in allem erhellt aus den Grafiken im wesentlichen das Folgende:

- der Wettbewerbsgewinn der USA, der angesichts der gegenwärtigen Rezession eine Verbesserung der Leistungsbilanz ermöglichen sollte; freilich könnten die aus dieser Verbesserung sich für den US-Dollar ergebenden Auswirkungen durch jene aus der Entwicklung der Zinsen kompensiert werden;

- die Verbesserung der Wettbewerbsposition Japans, die an den Weltmärkten spürbar ist;
- die - wohlbekannte - starke Verschlechterung der Wettbewerbsfähigkeit der britischen Volkswirtschaft;
- die Tatsache, dass es bisher entgegen dem Eindruck, den man aus einer oberflächlichen Analyse der Zahlenangaben gewinnen könnte, zu keiner ernsthaften Erschütterung des EWS gekommen ist.

B. Diskussion des Ausschusses

Herr Zijlstra fragt, welcher der von Herrn Lamfalussy herangezogenen drei Indikatoren der aussagekräftigste ist. Zudem bittet er um eine Erläuterung über das Verfahren zur Berechnung der Ausfuhrdurchschnittswerte.

Herr Lamfalussy erwidert, dass er den Lohnstückkosten die stärkste Bedeutung als Indikator für die Wettbewerbsfähigkeit eines Landes beimisst. Hingegen sind die Ausfuhrdurchschnittswerte und die Grosshandelspreise deshalb nicht sehr bedeutsam, weil sie sich weitgehend den Wechselkursschwankungen anpassen. Zudem sind die Zahlenangaben über die Ausfuhrdurchschnittswerte, die aus mengenmässig bereinigten Wertindizes abgeleitet werden, statistisch gesehen nicht verlässlich, da die Zusammensetzung der Ausfuhren sich mit der Zeit verändert.

Auf eine Bemerkung des Vorsitzenden hin räumt Herr Lamfalussy ein, dass die Berechnung der Lohnstückkosten ebenfalls statistische Schwierigkeiten aufweist, die jedoch ihre Bedeutung nur beschränkt mindern dürften.

Herr Ciampi fragt sich, ob man aus einem Vergleich der Kurve der Grosshandelspreise mit jener der Lohnstückkosten zu Schlussfolgerungen über die Rentabilität der Unternehmen gelangen kann.

Herr Lamfalussy betont, dass dieser Vergleich Schlussfolgerungen über die Entwicklung der relativen Rentabilität von Unternehmen eines bestimmten Landes im Vergleich zu anderen Ländern zulässt. Dies schliesst aber zum Beispiel nicht aus, dass eine Verbesserung der relativen Rentabilität Hand in Hand mit einer absoluten Verschlechterung geht.

Herr de Strycker findet die von Herrn Lamfalussy vorgelegten Grafiken interessant. Er bittet um eine Erklärung zu einem auf den ersten Blick widersprüchlich anmutenden Phänomen: In den USA geht die Verbesserung der Wettbewerbsposition mit einem Defizit der Zahlungsbilanz und umgekehrt

eine Verschlechterung mit einem Ueberschuss einher, während in Japan das Gegenteil der Fall ist.

Herr Lamfalussy glaubt an eine Kausalbeziehung in beiden Richtungen: Die Entwicklung der Transaktionen in laufender Rechnung beeinflusst den Wechselkurs und dieser mit zeitlicher Verzögerung die Leistungsbilanz. Im Falle Japans tritt diese Beziehung klar zutage. Was die USA angeht, so erklärt sich das hohe Leistungsbilanzdefizit der Jahre 1977/78 nicht ausschliesslich aus der vorangegangenen Verschlechterung der Wettbewerbsposition, sondern eher durch die im Vergleich zu anderen Ländern sehr viel dynamischere Binnennachfrage. Als Folge der abflauenden Inlandsnachfrage in den USA sollte indessen die Wettbewerbsposition dieses Landes für die zukünftige Entwicklung der Leistungsbilanz und des Dollarkurses eine ausschlaggebende Rolle spielen.

Herr de Strycker betont, dass es auch im Falle Belgiens eine Inkompatibilität von gestiegener Wettbewerbsfähigkeit und dem Anwachsen des Leistungsbilanzdefizits zu geben scheint. Diese Inkompatibilität erklärt sich aus der Oelverteuerung, die nicht durch geringere inländische Kosten korrigiert werden kann.

Herr Zijlstra ist der Auffassung, dass das Zusammentreffen einer besseren Leistungsbilanz mit einer schlechteren Wettbewerbsposition auch auf die Tatsache zurückgeführt werden kann, dass Preise und Kosten sich mit sehr viel grösserer zeitlicher Verzögerung auf die Leistungsbilanz auswirken als die aus dem öffentlichen Finanzierungssaldo resultierenden Einkommenseffekte. So kann man in den Niederlanden einen direkten Zusammenhang zwischen dem Defizit des öffentlichen Sektors und der Leistungsbilanz feststellen.

In Beantwortung einer von Herrn Pöhl gestellten Frage zu den Gründen für diesen Zusammenhang erklärt Herr Zijlstra, dass sich in dem Masse, wie die wachsende Deckungslücke des öffentlichen Sektors nicht durch eine entsprechende Zunahme der realen Ersparnisbildung, sondern über die Geldschöpfung finanziert wird, zwangsläufig eine Uebernachfrage einstellen muss, die die Ausfuhren bremst und die Einfuhren fördert.

Herr de la Genière stellt fest, dass die Grafiken zwei Ländergruppen erkennen lassen: Zur ersten Gruppe gehören die USA, Japan und Grossbritannien, deren Wettbewerbsposition ausgeprägte Veränderungen aufweist, während etwa im Falle Deutschlands, Belgiens, Frankreichs und Italiens die entsprechenden Kurven geringe Schwankungen aufweisen und

sich eher horizontal entwickeln. In der zweiten Ländergruppe muss man allerdings die Situation in Deutschland und Belgien, deren effektiver Wechselkurs gestiegen ist, von jener in Frankreich und Italien unterscheiden, die die umgekehrte Entwicklung erlebten. Man kann sich fragen, ob der quasi horizontale Verlauf der Kurve der Wettbewerbsposition ein politisch beabsichtigtes Ergebnis ist oder ob es sich um eine reine Ex-post-Feststellung handelt.

Herr Lamfalussy erklärt, dass es sich bei der zweiten von Herrn de la Genière erwähnten Gruppe um Länder mit offenen Volkswirtschaften handelt, in denen sich die inländischen Preise und Kosten gewöhnlich dem Wechselkurs anpassen und umgekehrt. Die USA hingegen sind ein Land mit relativ geschlossener Volkswirtschaft, wo dieser Anpassungsmechanismus nur unvollkommen funktioniert und ohnehin nur sehr langsam. Bei Japan handelt es sich zwar um ein Land mit offener Volkswirtschaft, doch ist es den Behörden gelungen, den Einfluss äusserer Entwicklungen auf das inländische Preis- und Kostenniveau weitgehend abzuschwächen. In Grossbritannien spielen Sonderfaktoren wie das Oel und die gegenwärtige Wirtschafts- und Geldpolitik (insbesondere das Zinsniveau) eine Rolle.

Der Vorsitzende schliesst die Aussprache mit einem Dank an Herrn Lamfalussy für sein Referat und die von ihm vorgelegten interessanten Unterlagen.

IV. Analyse der Folge monatlicher Statistiken

Der Ausschuss nimmt diese Analyse nicht vor, da dieser Gegenstand bereits zum grossen Teil durch Punkt III der Tagesordnung erledigt wurde.

V. Weitere Fragen innerhalb der Zuständigkeit des Ausschusses

Der Vorsitzende informiert den Ausschuss kurz über die wichtigsten Themen, die voraussichtlich auf die Tagesordnung der drei nächsten Sitzungen des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten gesetzt werden.

1. In der Septembersitzung werden die Gouverneure die folgenden Punkte behandeln:

- a) Ein Arbeitsprogramm über Fragen betreffend das Europäische Währungssystem. Die Stellvertreter diskutierten dieses Programm bereits gestern, um zur Sitzung im September eine Ausarbeitung

vorlegen zu können. Der erste Teil des Programms könnte Fragen betreffend die Verlängerung des EWS in seiner gegenwärtigen (nicht institutionellen) Form über den 13. März 1981 hinaus umfassen (insbesondere die zu ergreifenden Massnahmen formeller Natur und die Möglichkeit, diese Massnahmen mit einer Ueberprüfung des EWS zu verbinden). Der zweite Teil des Arbeitsprogramms sieht eine Prüfung bestimmter ausgewählter Themen mit besonderem Bezug auf die institutionelle Phase des EWS vor.

- b) Einen Bericht über das "Grüne Buch" Grossbritanniens zur monetären Kontrolle, den die Arbeitsgruppe "Harmonisierung der geldpolitischen Instrumente" gegenwärtig vorbereitet. Diese Unterlage müsste rechtzeitig für die Septembersitzung verteilt werden.

2. Im November müssten die Gouverneure in der Hauptsache die Massnahmen zur Verlängerung des EWS erörtern, insbesondere die Verlängerung der Gold- und Dollarswaps gegen ECU. In der Tat müssten diese Swaps nach dem gegenwärtigen Zeitplan Anfang Januar 1981 für weitere drei Monate verlängert werden, also über das Datum hinaus, an dem sie nach dem am 13. März 1979 zwischen den Zentralbanken geschlossenen Abkommen endgültig aufgelöst werden müssten. Die Stellvertreter und die Experten werden den Gouverneuren Vorschläge und Empfehlungen zu diesen Massnahmen unterbreiten. Die Gouverneure könnten zudem im November ihre Beratungen über die institutionelle Phase des EWS wiederaufnehmen.

3. Im Dezember werden die Gouverneure die Geldpolitik der EWG-Länder anhand des halbjährlich von der Gruppe unter dem Vorsitz von Herrn Bastiaanse ausgearbeiteten Berichts untersuchen. Möglicherweise müssten sie auch auf das Thema EWS zurückkommen, insbesondere was die für die Verlängerung des Systems zu ergreifenden Massnahmen anbelangt.

VI. Zeit und Ort der nächsten Sitzung

Die nächste Sitzung findet am Dienstag, dem 9. September 1980, um 10 Uhr in Basel statt.

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

JUNI 1980

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 Juni sowie in den ersten Julitagen 1980.

I. ENTWICKLUNG DER WECHSELKURSE

Die Devisenmärkte waren im Juni generell ruhig. Zwar setzte sich der Kursrückgang des US-Dollars fort, aber wie im Mai war die Abschwächung gering. Von Ende Mai auf Ende Juni verlor der Dollar gegenüber dem Yen 2,9%, gegenüber dem Schweizer Franken 2,6% und rund 1 3/4% an Wert gegenüber allen EWS-Währungen mit Ausnahme der italienischen Lira, gegenüber der er im Endeffekt praktisch unverändert notierte. Um etwa 1% schwächte sich der Dollar gegenüber dem kanadischen Dollar, der norwegischen Krone und der schwedischen Krone ab.

Die allgemeine Abschwächung des Dollars in der ersten Monatshälfte war auf den anhaltenden Zinsrückgang in den USA zurückzuführen, während die Zinsen auf den anderen wichtigen Märkten im wesentlichen unverändert blieben. Die fallenden Zinsen beruhten auf der Abschwächung der Binnenkonjunktur und der erheblich geringeren inländischen Kreditnachfrage.

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

Als sich die Kreditnachfrage ab Mitte Juni wieder belebte, kam der Rückgang der Geldmarktzinsen in den USA zum Stillstand, und diese stiegen sogar etwas in der letzten Woche des Monats. Gleichzeitig gingen die Zinsen auf den meisten anderen grossen Märkten tendenziell zurück. Der sich hieraus für den Dollarkurs ergebende positive Einfluss wurde indessen durch die allgemeine Ungewissheit über die konjunkturellen Aussichten beeinträchtigt. Die Prime rate bildete sich im Monatsverlauf von 14% auf $11 \frac{1}{2}$ bis 12% zurück. Da die Zinsen am "kurzen Ende" des Marktes das Niveau des Diskontsatzes erheblich unterschritten hatten, senkte die amerikanische Notenbank ihren amtlichen Satz mit Wirkung vom 13. Juni von 12 auf 11%.

Innerhalb des EWS war die Entwicklung von der Abschwächung der italienischen Lira geprägt, während das Kursverhältnis zwischen den die Bandbreite von 2,25% einhaltenden Währungen frei von Spannungen blieb. Die Breite des Bandes dieser letztgenannten Währungen veränderte sich zwischen maximal 1,55% (am 20. Juni) und einer geringsten Ausdehnung von 0,97% (am 13. Juni) und betrug am Monatsende 1,37%, was weniger als zwei Drittel der zulässigen Ausdehnung war. Keine der Währungen näherte sich ihrer Divergenzschwelle (Indexwert 75). Der Indikator ging in keinem Fall über die Marke 54 hinaus, einen Wert, der von der italienischen Lira am 30. Juni erreicht wurde (Abweichung nach unten).

Unter diesen Bedingungen hatten die Interventionen in EWS-Währungen der Zentralbanken innerhalb der Bandbreite nur einen sehr geringen Umfang.

Die Grafik 2 verdeutlicht, dass die italienische Lira ständig unterhalb der anderen EWS-Währungen notierte und sich der Abstand zwischen der Lira und der stärksten EWS-Währung, dem französischen Franken, von 2% am Monatsanfang auf $3 \frac{1}{2}$ % am Monatsende vergrösserte. Es wurde beträchtlich zur Stützung der Lira interveniert. Die Abschwächung der Lira war im wesentlichen eine Folge der folgenden Faktoren: erhöhte Devisennachfrage zu kommerziellen Zwecken, hohe Preissteigerungsrate und weitverbreitete Unsicherheit am Markt über die wirtschaftlichen Aussichten.

Bei den übrigen Währungen im Wechselkursverbund ergaben sich keine grösseren Veränderungen. Die D-Mark nahm im Monat zumeist weiterhin die unterste Position im engen gemeinschaftlichen Währungsband ein - in der ersten Junihälfte abwechselnd mit der dänischen Krone und dem belgischen

Franken. Die schwache Haltung der D-Mark kann auf das hohe Leistungsbilanzdefizit und das relativ niedrige Zinsniveau zurückgeführt werden. Die dänische Krone verbesserte ab der zweiten Juniwoche ihre Position, worin sich der stärkere Zustrom privaten Kapitals niederschlug. Der belgische Franken nahm die meiste Zeit eine Position zwischen der dänischen Krone und der D-Mark ein. Um einer weiteren konjunkturellen Abschwächung vorzubeugen, und angesichts des Rückgangs der Geldmarktzinsen im In- und Ausland senkte die Belgische Nationalbank mit Wirkung vom 26. Juni alle ihre Zinssätze und setzte die Rediskontsätze einheitlich auf 13% fest. Für Sonderkredite innerhalb des Kontingents wurde derselbe Satz festgesetzt.

Der französische Franken blieb fast während des gesamten Juni die stärkste Währung im EWS. Am 24. Juni wurde eine Lockerung der Devisenkontrollmassnahmen, insbesondere hinsichtlich des Abschlusses von per Termin abgeschlossenen Deckungsgeschäften, bekanntgegeben. Der holländische Gulden hielt sich im allgemeinen weiterhin oberhalb der Bandmitte auf. In Anbetracht der veränderten Situation am niederländischen Devisenmarkt und dem daraus resultierenden Rückgang der inländischen Geldmarktzinsen beschloss die Niederländische Bank, ihre Leitzinsen sämtlich um 1/2 Prozentpunkt herabzusetzen. Der Diskontsatz wurde auf 9 1/2% und der Lombardsatz auf 10 1/2% gesenkt. Das irische Pfund verstärkte seine Position in der ersten Monatshälfte und blieb oberhalb der Bandmitte. Am 13. Juni liess die Zentralbank von Irland die anlässlich des Eintritts Irlands in das EWS beschlossene Uebergangsvereinbarung auslaufen, nach der die Schwankungen des irischen Pfundes in engeren Grenzen als sonst vorgeschrieben gehalten wurden.

Das Pfund Sterling wertete sich gegenüber dem Dollar um 1,3% auf und blieb gegenüber den EWG-Währungen nahezu unverändert. Die Bank von England nahm im Monatsverlauf kursglättende Interventionen in beiden Richtungen vor.

Der Schweizer Franken gewann gegenüber dem Dollar 2,7% und gegenüber der ECU 1,2% an Wert, während der Yen im Aufwind des eindeutigen Wahlergebnisses gegenüber dem Dollar um 2,9% und gegenüber der ECU um 1,5% im Kurs stieg. Die Bank von Japan tätigte - manchmal in erheblichem Umfang - kursglättende Interventionen. Die schwedische Krone wurde durch Dollarabgaben gestützt, so dass sie gegenüber der ECU praktisch unverändert notierte. Die norwegische Krone gewann gegenüber dem US-Dollar 0,9% an

Wert und schwächte sich gegenüber der ECU um 0,5% ab: ihr effektiver Wechselkurs blieb infolgedessen stabil. Der kanadische Dollar setzte gegenüber dem US-Dollar seinen Kursanstieg fort (0,9%) und notierte am Monatsende bei nahe 87. Die Bank von Kanada intervenierte in beiden Richtungen, wobei sie per saldo US-Dollar ankaufte.

II. INTERVENTIONEN IN US-DOLLAR

Die Dollarinterventionen waren mit Ausnahme einer Zentralbank nicht sehr bedeutend. Die Abgaben beliefen sich im Juni auf \$ 3,5 Mrd. und lagen damit um \$ 2,1 Mrd. höher als im Mai, aber beträchtlich unter ihrem Stand vom März und April. Den Grossteil der Verkäufe tätigte die Bank von Italien, die während des Monats fast jeden Tag intervenierte. Ebenfalls grössere Abgaben nahmen die Schwedische Reichsbank und die Bank von England vor. Die Interventionskäufe gingen auf insgesamt \$ 3,6 Mrd. zurück, verglichen mit \$ 5,0 Mrd. im Mai und \$ 3,5 Mrd. im April. Den grössten Betrag erwarb wie im Mai die Bank von Japan, die während der ersten Monatshälfte intervenierte. Geringere Käufe wurden von der Bank von England, der Federal Reserve und der Bank von Kanada vorgenommen.

III. INTERVENTIONEN IN EUROPÄISCHEN WÄHRUNGEN

Die Interventionen in EWS-Währungen der am System teilnehmenden Zentralbanken beliefen sich auf umgerechnet fast \$ 0,2 Mrd., verglichen mit \$ 0,4 Mrd. im Mai. Dies war der niedrigste Betrag seit dem Inkrafttreten des EWS.

Die Interventionen wurden ausnahmslos deutlich innerhalb der Bandbreite von 2,25% vorgenommen und dem EFWZ nicht mitgeteilt. Es handelte sich hierbei um von der Bank von Frankreich und der Niederländischen Bank getätigte Käufe von D-Mark gegen französische Franken und holländische Gulden. Die in Kapitel II erwähnten Dollarkäufe der Federal Reserve Bank von New York wurden hauptsächlich gegen D-Mark und in geringerem Umfang gegen Schweizer Franken und französische Franken vorgenommen.

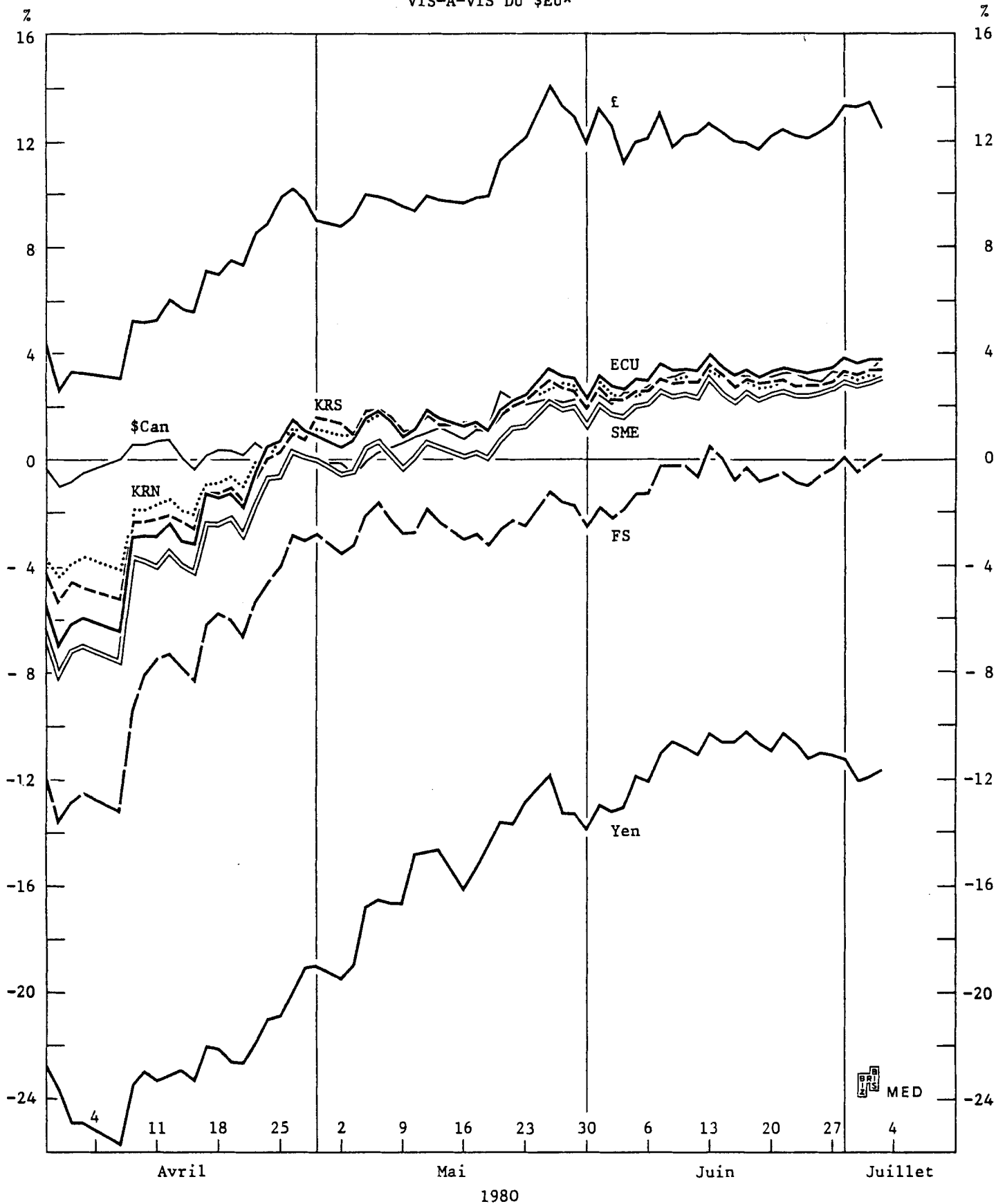
Während sich der US-Dollar Anfang Juli recht gut behauptete, schwächte er sich im weiteren Verlauf gegenüber allen Konzertationswährungen mit Ausnahme des Pfund Sterling und des Yen innerhalb einer Spanne von 0,1 bis 0,7% ab, nachdem die amerikanische Notenbank am 3. Juli ihren Beschluss angekündigt hatte, die noch bestehenden Kreditbeschränkungen aufzuheben.

Das Pfund Sterling schwächte sich gegenüber dem US-Dollar im Anschluss an den Beschluss der Bank von England, ihren amtlichen Zins mit Wirkung vom 3. Juli von 17 auf 16% zu senken, um 0,3% ab. Der Yen verlor gegenüber dem US-Dollar 0,7% an Wert.

Der Kursabstand zwischen der italienischen Lira und der stärksten EWS-Währung, dem französischen Franken, weitete sich zunächst auf rund 4% aus, verengte sich dann jedoch etwas, als die italienische Regierung am 3. Juli ein restriktives finanzpolitisches Massnahmenpaket bekanntgab. Die gegenseitigen Positionen der die enge Bandbreite von 2,25% einhaltenden Währungen blieben unverändert; die weiteste Ausdehnung wurde am 4. Juli mit 1,47% erreicht.

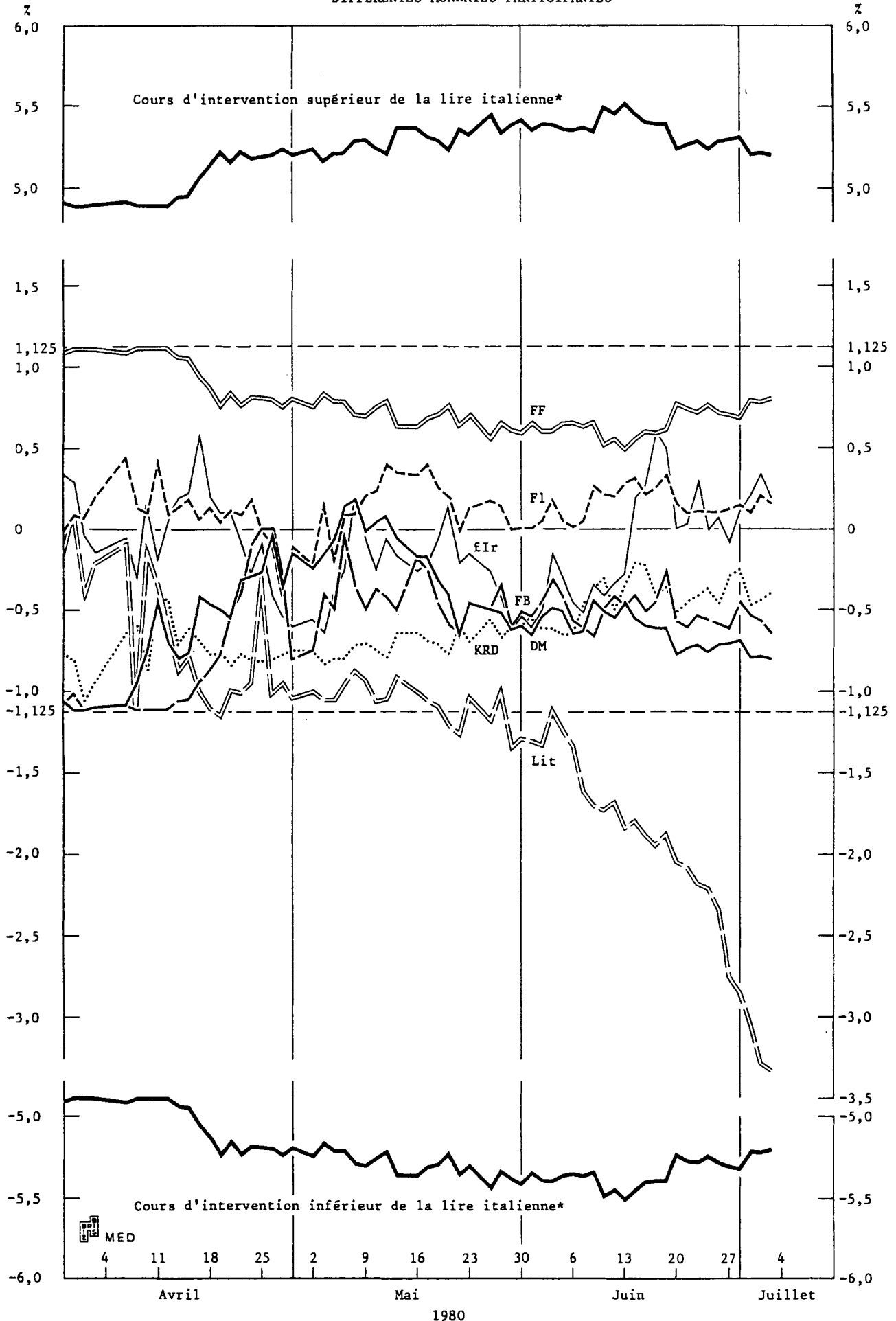
Die Dollarabgaben beliefen sich auf \$ 0,4 Mrd., die in der Hauptsache von der Bank von Italien und in geringerem Umfang von der Schwedischen Reichsbank getätigt wurden, während die Dollarkäufe, die im wesentlichen der Bank von Kanada, der Bank von Frankreich und der Federal Reserve Bank vorgenommen wurden, \$ 0,5 Mrd. betrug. Die Interventionen der Federal Reserve fanden vor allem gegen Deutsche Mark und in geringem Umfang gegen französische Franken statt. Die EWS-Zentralbanken intervenierten nicht in EWS-Währungen.

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



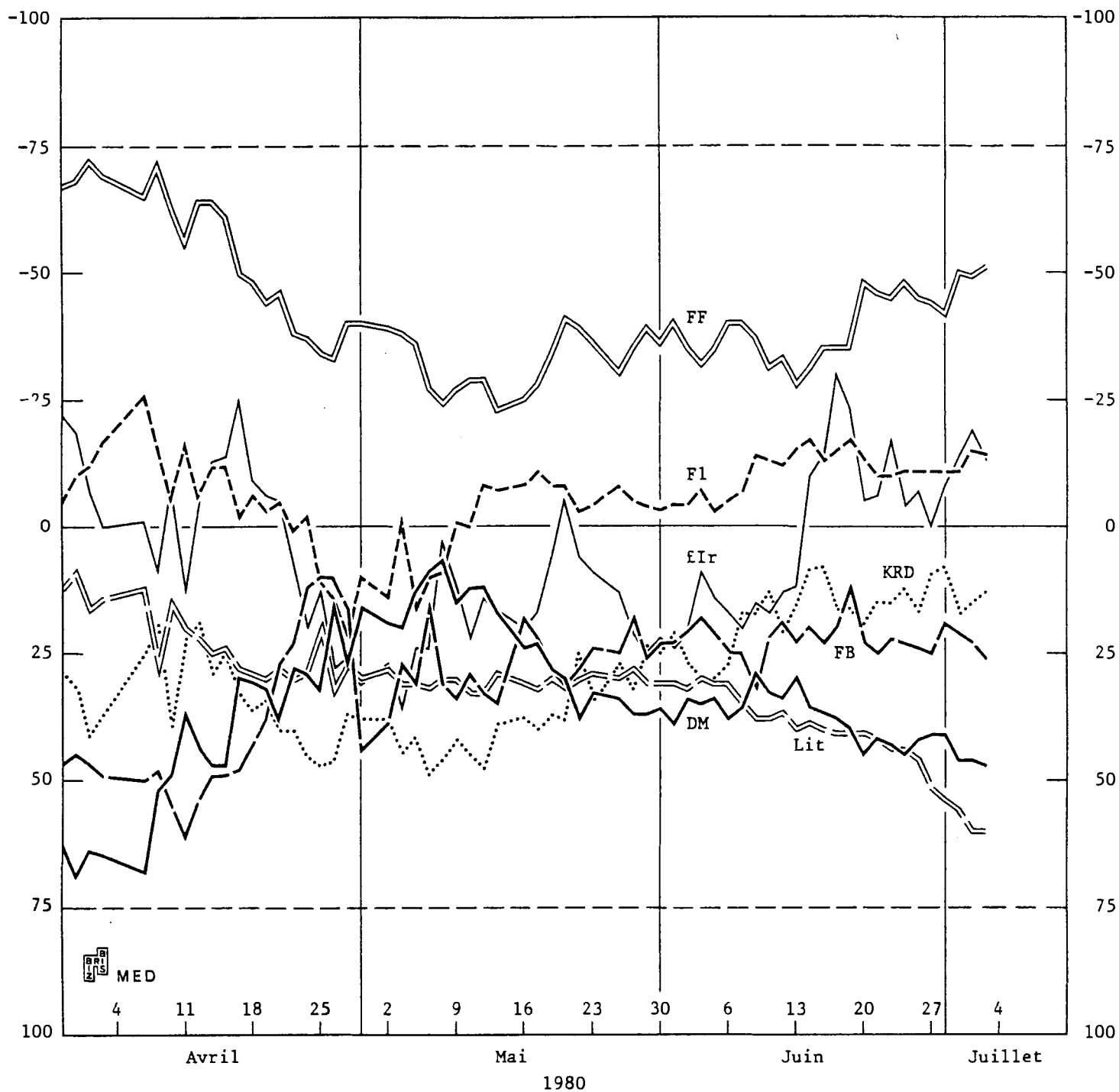
*ECU 1,37773; £ 0,48040; \$Can 1,18652; FS 1,6215; KRS 4,2850; KRN 4,9910; Yen 193,30; cours médian des monnaies participant au SME 1,3806. Le cours médian des monnaies participant au SME représente la moyenne journalière des cours des deux monnaies à marge de fluctuation de 2,25%, exprimés en dollar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

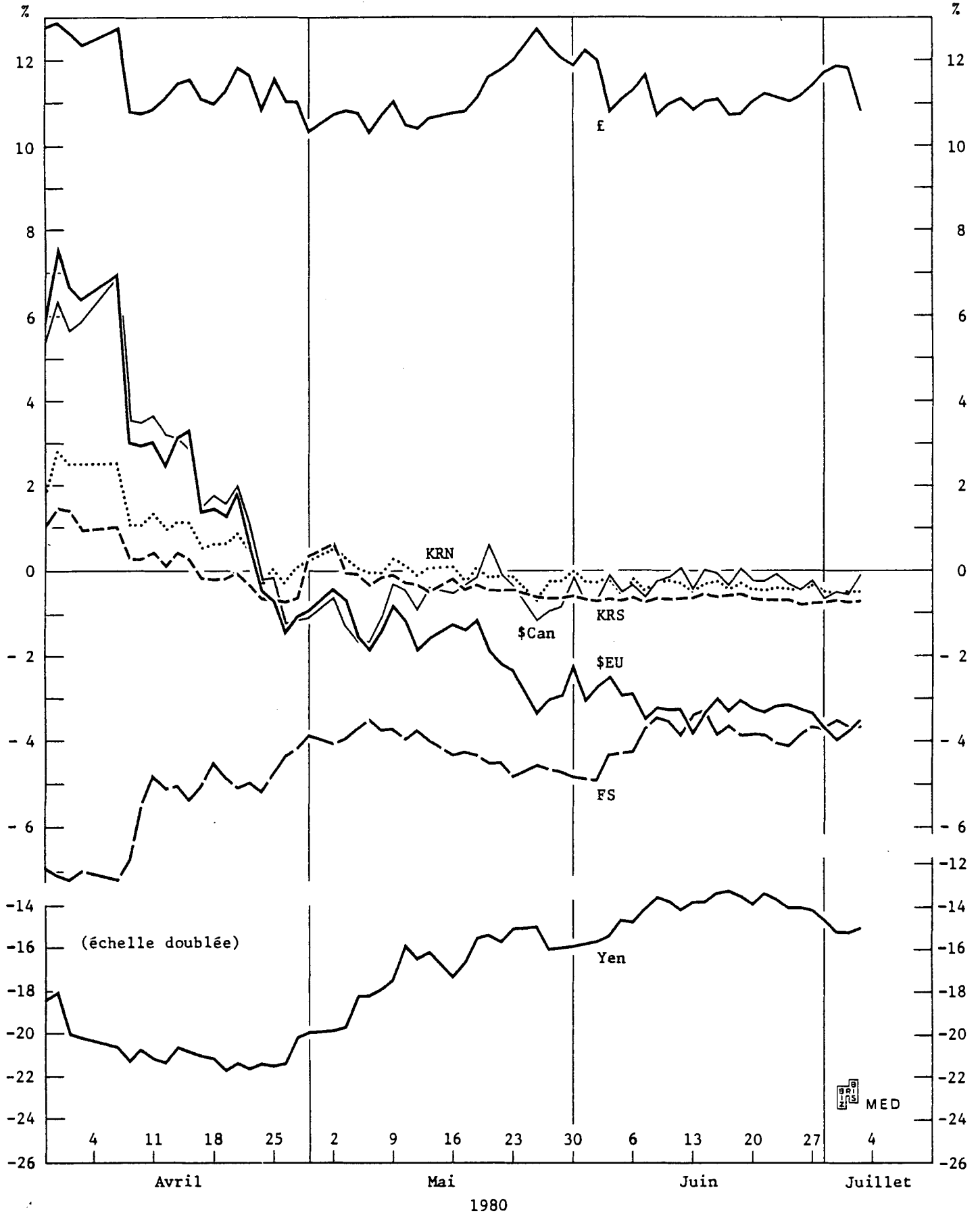
EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE*



* 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 ± 100 , le seuil de divergence étant ± 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.

3 juillet 1980

EVOLUTION DE LA LIVRE STERLING ET DES MONNAIES TIERCES DES BANQUES
CENTRALES PARTICIPANT A LA CONCERTATION PAR RAPPORT A L'ECU
SUR LA BASE DES COURS DU MARCHE RELEVES LE 28 DECEMBRE 1978*



*£ 0,677119; \$Can 1,63377; FS 2,23280; KRS 5,88910; KRN 6,88210; Yen 266,000; \$EU 1,37773.

3 juillet 1980

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS

BASLE

Monetary and Economic Department

REAL EXCHANGE RATES OF MAJOR CURRENCIES

Real Exchange Rates of Major Currencies (Multilateral Comparisons)	I
Nominal and Real Exchange Rates of the US dollar against four Major Currencies	II
Nominal and Real Exchange Rates of the EEC Currencies against the Deutsche Mark	III

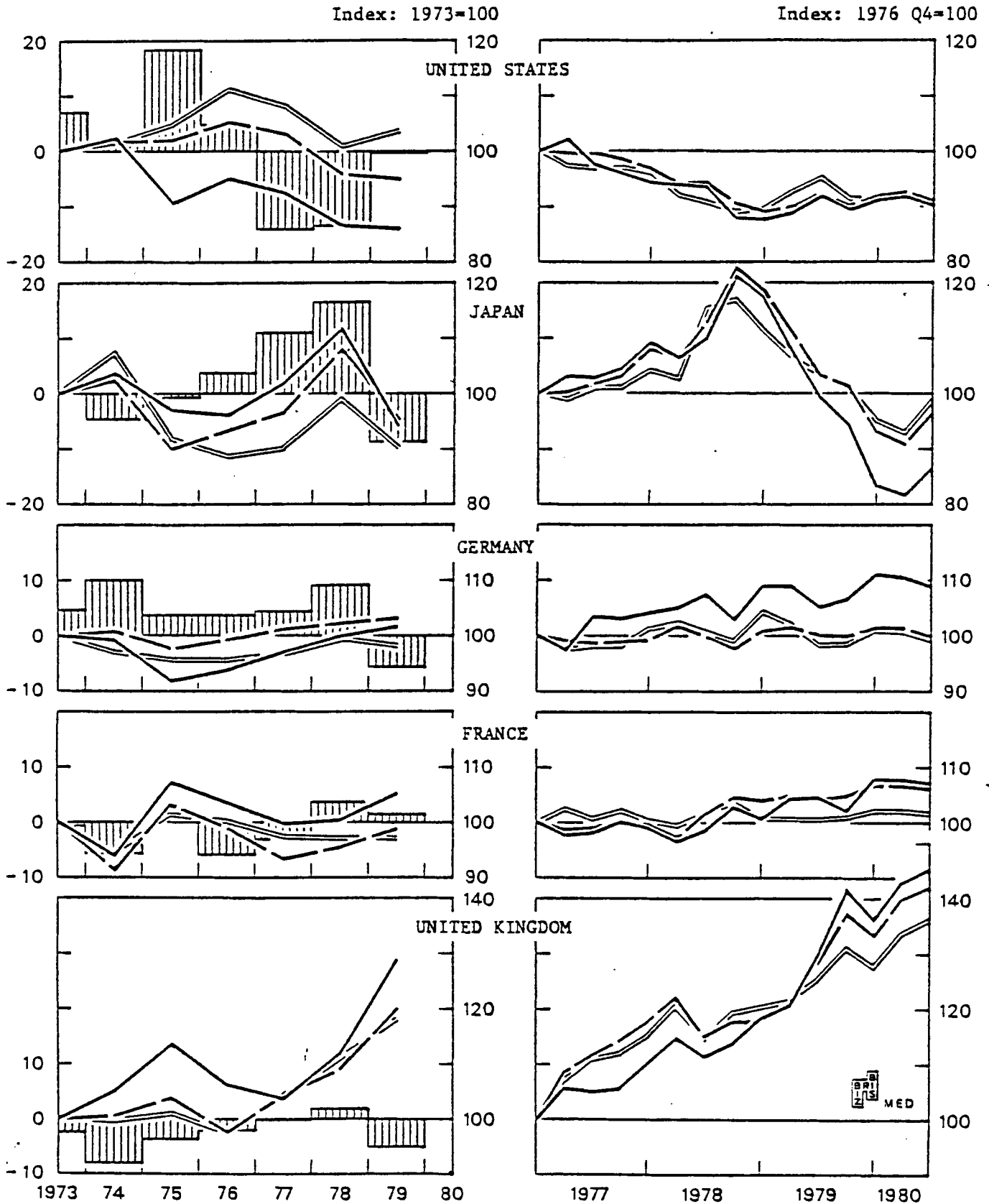
7th July 1980

Graph I

REAL EXCHANGE RATES OF MAJOR CURRENCIES (MULTILATERAL COMPARISONS)*

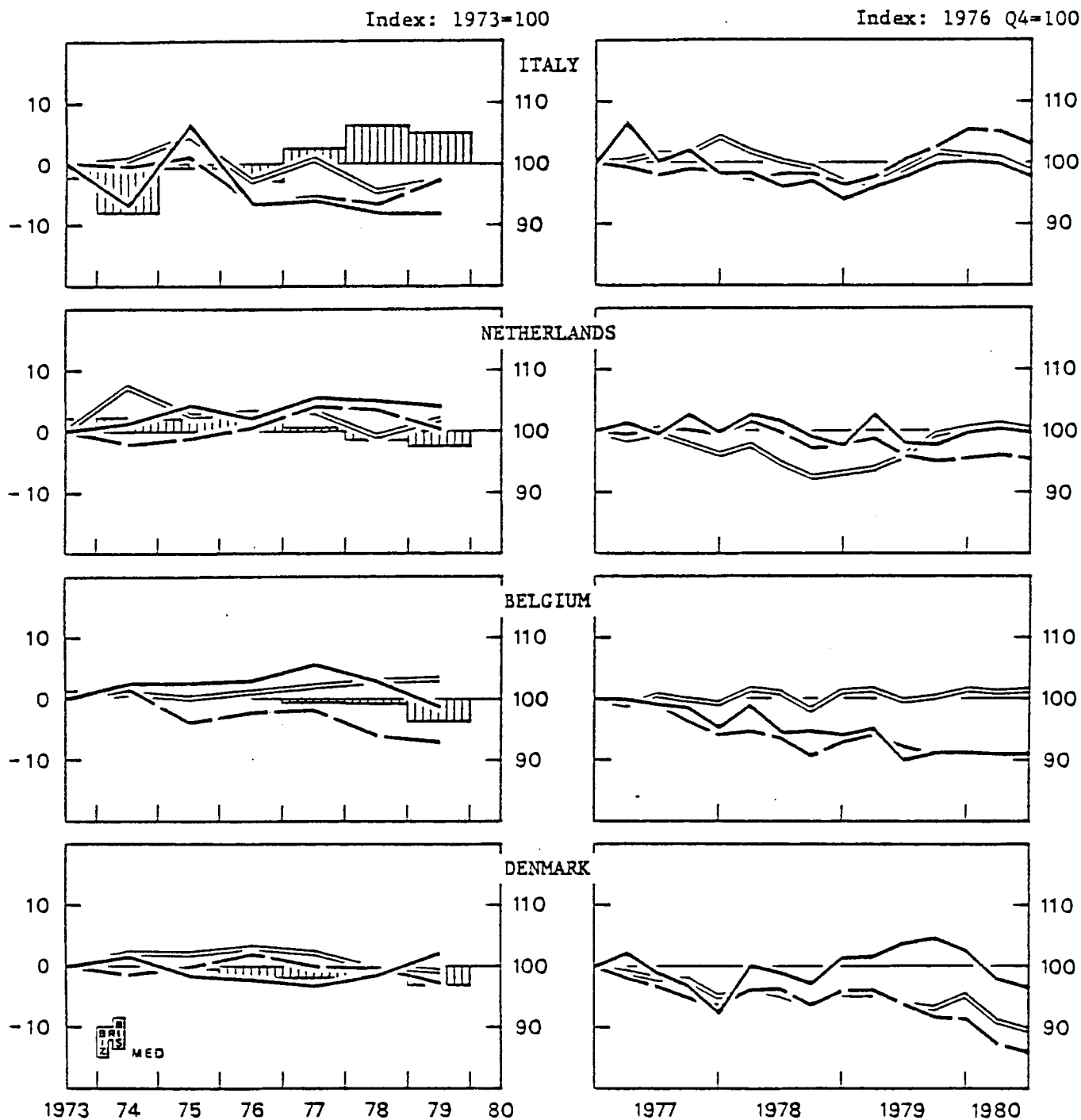
Current account in billions of US dollars
(left-hand scale)

Unit labour costs
Wholesale prices
Export unit values



BRITISH MED

Graph I (contd.)

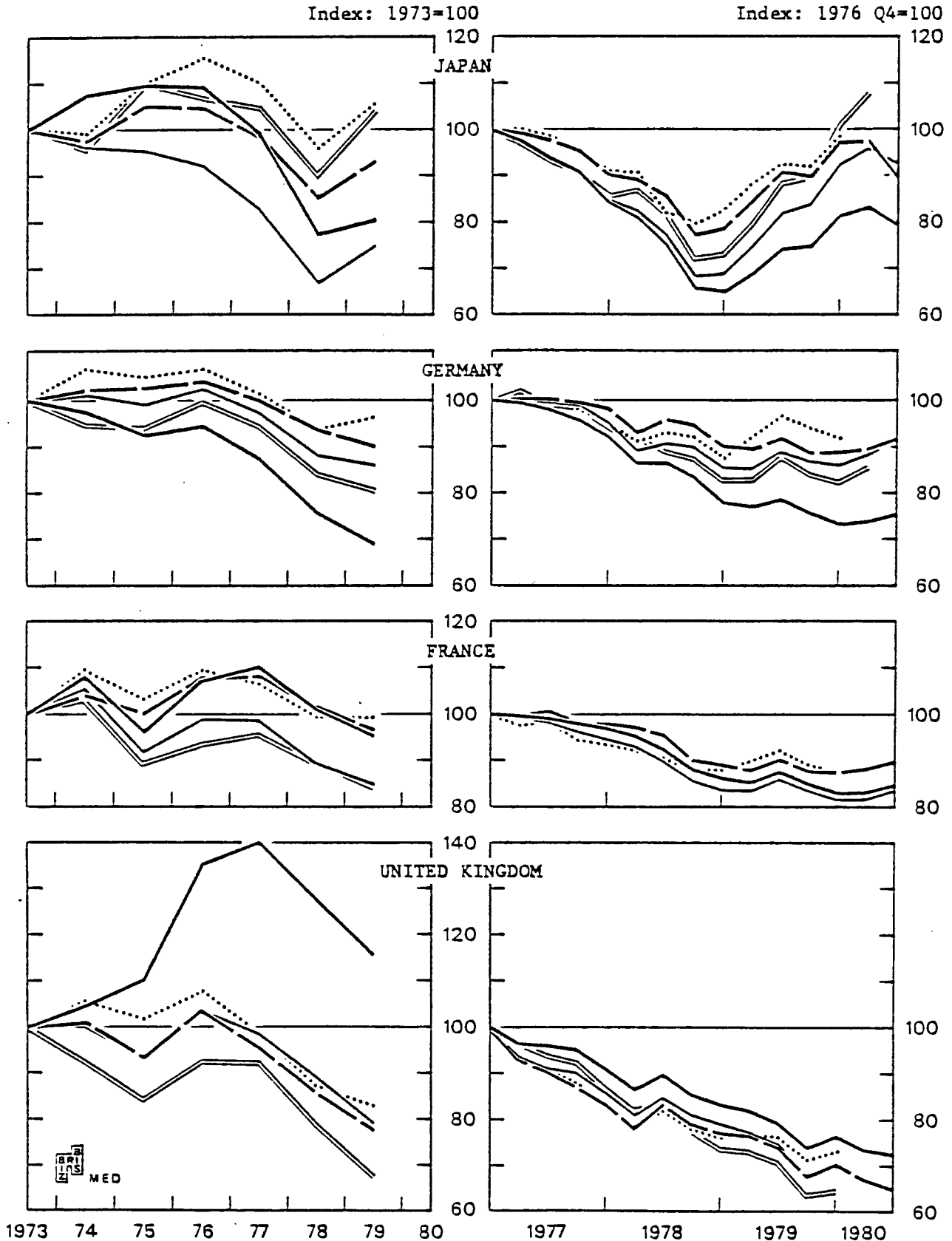


* Manufacturing cost and price indices adjusted for exchange rate changes relative to the trade-weighted average of other industrial countries (G-10, Switzerland, Austria and Denmark). An upward movement means an appreciation, therefore a deterioration of the competitive position. Source: International Financial Statistics, IMF, until the end of 1979. The data for 1980 are based on BIS estimates, which are subject to some margin of error.

Graph II

NOMINAL AND REAL EXCHANGE RATES OF THE US DOLLAR AGAINST
FOUR MAJOR CURRENCIES

———— Nominal exchange rate Real exchange rate in terms of
 ——— Wholesale prices
 ——— Consumer prices
 Export unit values
 = = = Unit labour costs



Note: The data for 1980 include BIS estimates.

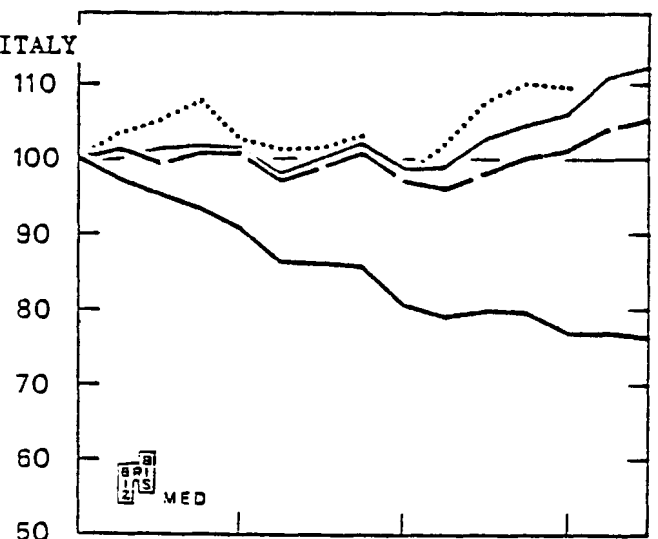
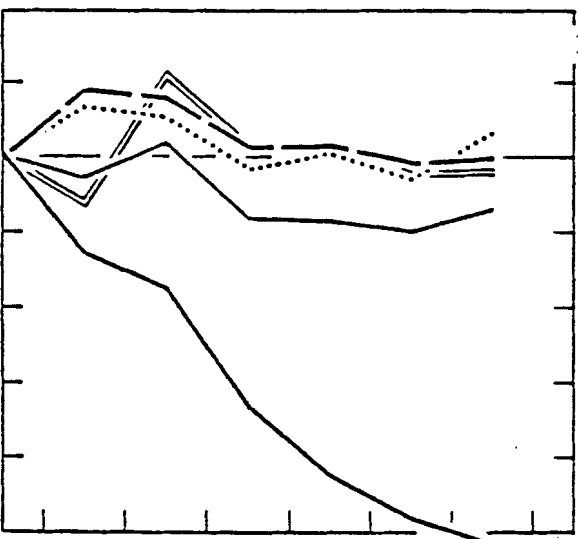
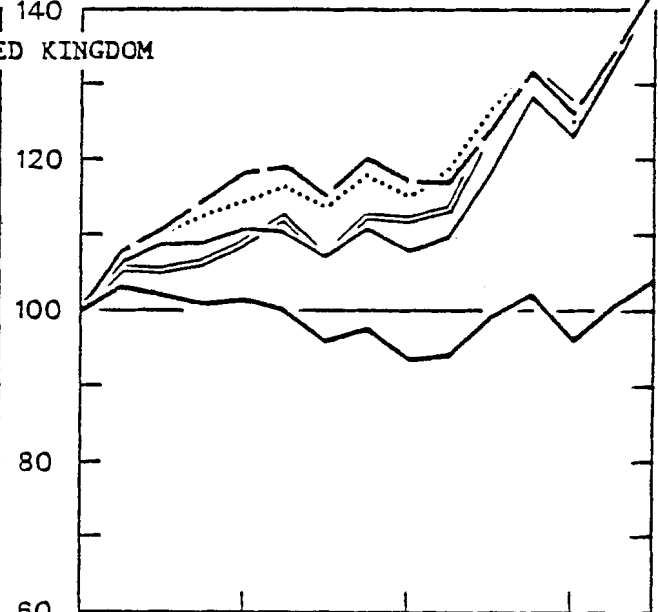
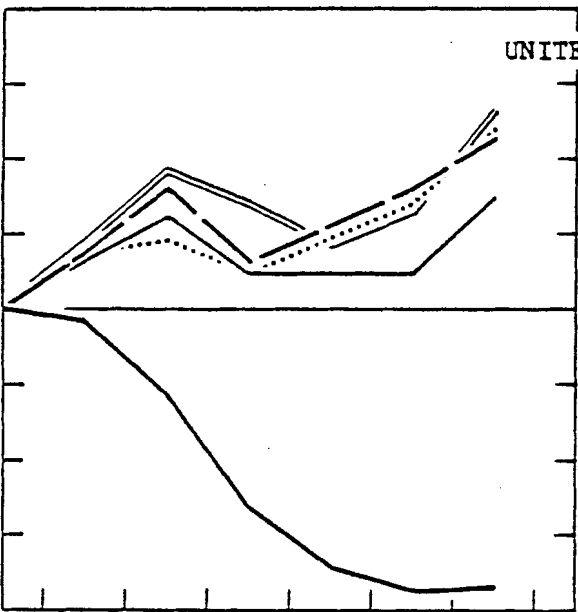
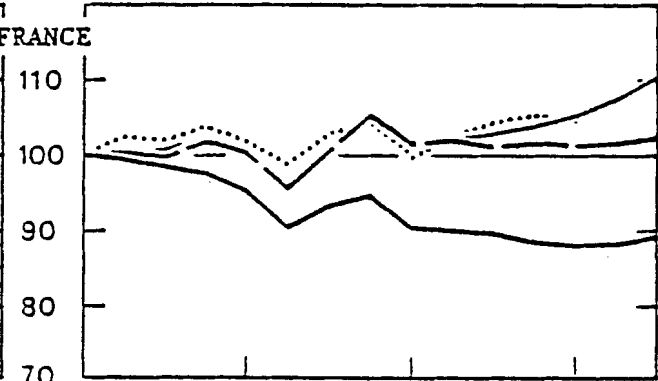
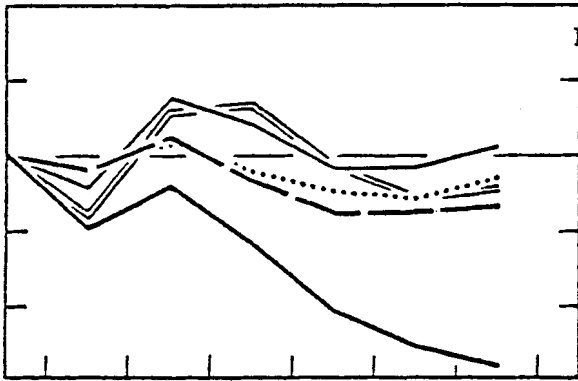
Graph III

NOMINAL AND REAL EXCHANGE RATES OF THE EEC CURRENCIES AGAINST
THE DEUTSCHE MARK

———— Nominal exchange rate Real exchange rate in terms of
———— Wholesale prices
———— Consumer prices
..... Export unit values
==== Unit labour costs

Index: 1973=100

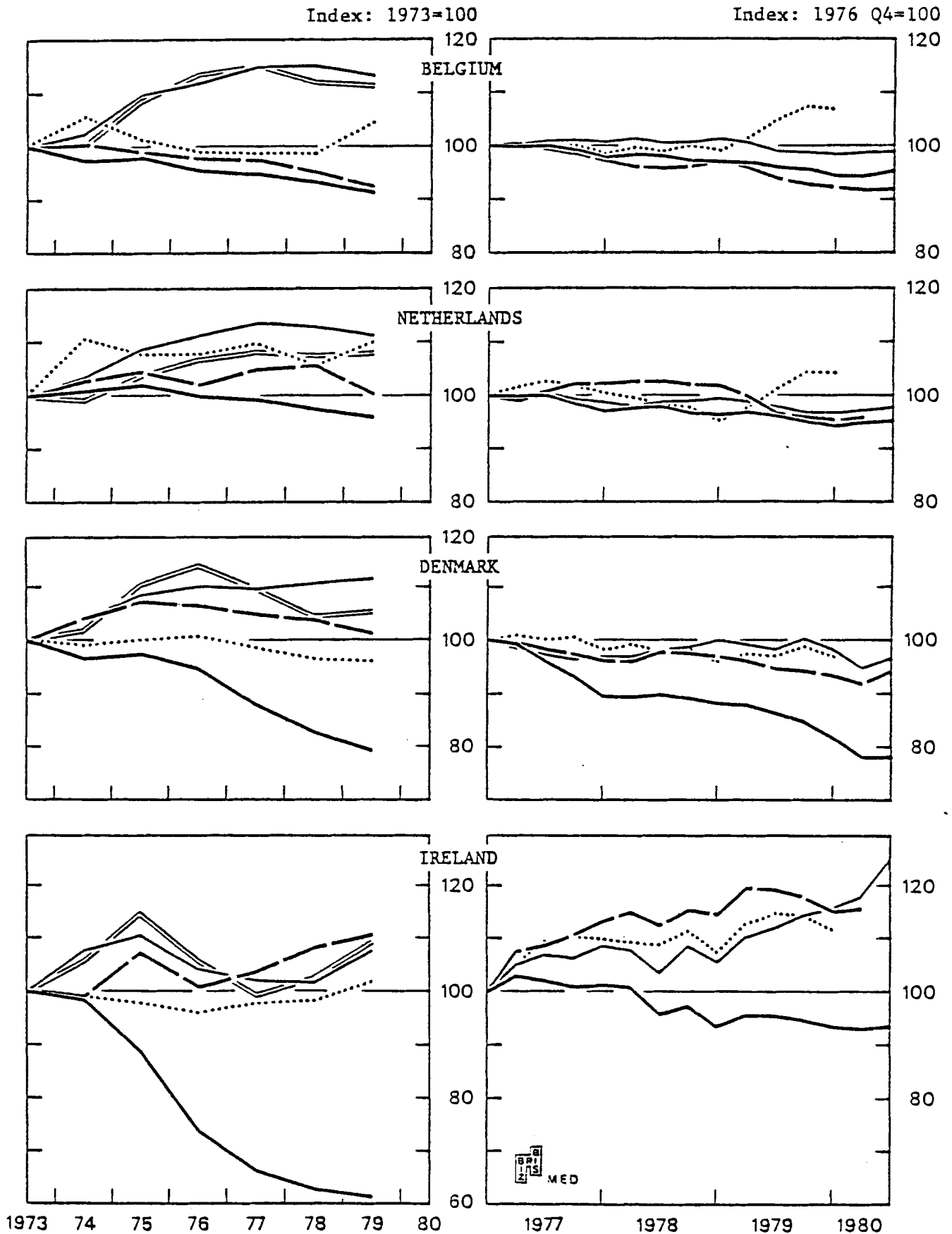
Index: 1976 Q4=100



1973 74 75 76 77 78 79 80

1977 1978 1979 1980

Graph III (contd.)



Note: The data for 1980 include BIS estimates.