

PROTOKOLL* DER 175. SITZUNG DES
AUSSCHUSSES DER PRAESIDENTEN DER ZENTRALBANKEN
DER MITGLIEDSTAATEN DER EUROPÄISCHEN WIRTSCHAFTSGEMEINSCHAFT
BASEL, DIENSTAG, 12. APRIL 1983, 10.00 UHR

Anwesend sind: der Gouverneur der Banque de France und Ausschussvorsitzende, Herr de la Genière, begleitet von den Herren Lefort, Waitzenegger und Granet; 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 von Rosen; der Vize-Gouverneur der Bank von Griechenland, Herr Chalikias, begleitet von Herrn Papanicolaou; der Gouverneur der Central Bank of Ireland, Herr Ó Cofaigh, begleitet von Herrn Reynolds; der Gouverneur der Banca d'Italia, Herr Ciampi, begleitet von den Herren Dini, Magnifico und Saccomani; der Präsident der Nederlandsche Bank, Herr Duisenberg, begleitet von Herrn Szász; der Gouverneur der Bank of England, Herr Richardson, begleitet von den Herren Loehnis und Balfour; der Generaldirektor für Wirtschaft und Finanzen bei der Kommission der Europäischen Gemeinschaften, Herr Russo, begleitet von Herrn Mingasson; der Sekretär des Währungsausschusses, Herr Kees; der Kommissar für die Bankenaufsicht des Grossherzogtums Luxemburg, Herr Jaans. Zugegen ist ferner Herr Dalgaard, Präsident der Expertengruppe. Ebenfalls anwesend sind der Generalsekretär des Ausschusses, Herr Morelli, und sein Beigeordneter, Herr Bascoul, sowie die Herren Scheller und Mortby und Herr Lamfalussy.

I. Billigung des Protokolls der 174. Sitzung

Der Ausschuss billigt einstimmig das Protokoll der 174. Sitzung vom 8. März 1983 vorbehaltlich einiger Aenderungen redaktioneller Art, die im endgültigen Text berücksichtigt werden.

* Endgültige Fassung, die gemäss dem in der Sitzung vom 10. Mai 1983 vereinbarten Verfahren gebilligt wurde und gegenüber dem Entwurf nur einige Aenderungen redaktioneller Art aufweist.

Der Vorsitzende heisst Herrn Russo, den neuen Generaldirektor für Wirtschaft und Finanzen bei der Kommission der Europäischen Gemeinschaften, willkommen; er wünscht ihm vor allem Erfolg in seinem neuen Amt bei den Gemeinschaften und eine langjährige Mitwirkung im Ausschuss als Vertreter der Kommission.

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

- Vorlage des Berichts über die Entwicklung an den Devisenmärkten der an der Konzertation teilnehmenden Länder im März und in den ersten Apriltagen 1983 durch Herrn Dalgaard;
- Verabschiedung des Ausschussberichts an die EG-Finanzminister;
- Monatsstatistiken.

Herr Dalgaard fasst kurz die wesentlichen Punkte des dem Protokoll beigelegten Berichts zusammen und kommentiert sie.

Herr Lefort gibt bekannt, dass die Stellvertreter sich mit dem Text des Berichts einverstanden erklärt und keine besonderen Bemerkungen zur Entwicklung an den Devisenmärkten im März und in den ersten Apriltagen vorzubringen haben.

Herr Ciampi ruft in Erinnerung, dass die Lira nach der Leitkursanpassung eine etwas höhere Position einnahm als vorher und dass diese verblüffende Erscheinung der Politik der Banca d'Italia zu verdanken ist. Im Februar und Anfang März hat nämlich ein starkes Zinsgefälle die Lira gestützt. Als am 7. März auch die Lira unter Abwertungsdruck kam, wurden rigorose Massnahmen ergriffen, um die Liquidität der Banken abzubauen, und die Abwertung wurde durch Absinkenlassen des Kurses vom oberen in den unteren Teil des erweiterten Bandes eigentlich vorweggenommen. So konnten der Spielraum für die Spekulation eingeschränkt und die Reservenverluste begrenzt werden. Nach dem Realignment hat der Markt die Position der Lira anerkannt, und die Umkehrung der Kapitalbewegungen erlaubte den Wiederaufbau der Reserven auf ihren Stand von Ende Februar.

Herr Hoffmeyer erinnert daran, dass anlässlich der Leitkursanpassung die dänischen Behörden nicht mit der während der Verhandlungen vorgebrachten Idee einverstanden waren, dass alle Währungen am unteren

Rand des EWS-Bandes in gleicher Weise gegenüber der D-Mark angepasst werden sollten. Das Abgleiten des Kurses der dänischen Krone Anfang März entsprach nämlich strategischen und taktischen Erwägungen. In Wirklichkeit haben die im Herbst 1982 eingeführten Massnahmen, insbesondere die Abschaffung der Lohnindexierung und die Plafondierung der jährlichen Lohnzuwächse bei 4% während zwei Jahren, sichtbare Resultate erbracht: Rückgang der langfristigen Zinssätze von 21 auf 14,5% und spürbare und anhaltende Verlangsamung der Teuerung, die auf eine Rate von 5 oder 6% im Jahr fallen sollte. Diese Eckdaten sprachen somit gegen eine starke Abwertung gegenüber der D-Mark, die der gegenwärtigen Anti-Inflationspolitik zuwidergelaufen wäre.

Herr Godeaux stellt fest, dass nach dem Realignment der Markt die von den belgischen Behörden getroffene Entscheidung, den effektiven Wechselkurs des belgischen Frankens so stabil wie möglich zu halten, ratifiziert hat. Die Nationalbank hätte jedoch gewünscht, ihre Währung nach dem 21. März auf einer stärkeren Position innerhalb des Bandes zu sehen; sie hat sich dafür entschieden, Devisen zurückzukaufen, ohne zu warten, bis der Franken den Interventionskurs erreichte, konnte jedoch nur einen Teil der vorher verlorenen Reserven zurückgewinnen. Sie hofft, den Wiederaufbau der Reserven fortsetzen zu können, vor allem unter Berücksichtigung der günstigen Entwicklung des Gefälles zwischen dem Finanzfranken und dem Franken des reglementierten Marktes. Dieses Gefälle ist auf ungefähr 1% gesunken, während es früher 4,5%, manchmal sogar 6% betrug.

Als Antwort auf eine Bemerkung des Vorsitzenden über das Fehlen einer Verbindung zwischen den beiden Märkten und den rein psychologischen Aspekt dieses günstigen Faktors räumt Herr Godeaux ein, dass die Erscheinung zwar rein psychologischer Natur sei, dass aber doch eine gewisse Verbindung zwischen den beiden Märkten bestehe, vor allem deshalb, weil bestimmte Geschäfte wahlweise auf dem einen oder dem anderen Markt getätigt werden können.

Herr Jaans macht den Ausschuss darauf aufmerksam, dass bei der Leitkursanpassung die Möglichkeit einer Verbreiterung der Fluktuationen im EWS ins Gespräch gebracht wurde. Wenn der Vorschlag auch kein grosses Echo fand und fallengelassen wurde, wäre es vielleicht gut, die jetzige ruhigere Zeit zu nutzen und die Frage in analytischer und technischer Hinsicht innerhalb des Ausschusses zu prüfen.

Der Vorsitzende erinnert daran, dass der Vorschlag, die Bandbreiten zu erweitern, während der Verhandlungen gemacht wurde, insbesondere von französischer Seite, als nicht sicher war, ob die Gesamtspanne genügen würde. Da man sich schliesslich über die Abweichungsspanne einigen konnte, ist dieser Vorschlag zu Recht in Vergessenheit geraten.

Herr Pöhl findet es interessant, dass die Kursänderungen auf den Devisenmärkten geringer sind als die Aenderungen der Leitkurse und dass manche Kurse sogar höher sind als vor der Anpassung. Das ist sozusagen eine Ohrfeige für die Spekulanten, und es wäre gut, wenn man ein Mittel finden könnte, um die Spekulation zu entmutigen und möglichst unrentabel zu machen. Theoretisch kommen zwei Mittel in Betracht: Entweder kann man häufige, aber geringfügige Leitkursanpassungen vornehmen, damit die Wechselkurse im Band bleiben, oder man kann die Bandbreiten vergrössern.

Herr Pöhl ruft in Erinnerung, dass er sich in Brüssel gegen diese Idee ausgesprochen hatte, die dem Ziel, das Band möglichst zu verengen, zuwiderläuft, aber eine Untersuchung der Frage, wie das EWS mittels dieser oder einer anderen Methode geändert werden könnte, um die Spekulation möglichst unrentabel zu machen, könnte in der Tat interessant sein. Falls sich die Gouverneure über technische Aenderungen einigten, müssten diese auf jeden Fall diskret vorgenommen werden, im Rahmen des Abkommens zwischen den Zentralbanken, ohne grosse Publizität und viel Lärm, wie sie beispielsweise die letzte Leitkursanpassung begleiteten.

Herr Duisenberg meint, dass die Währungen des EWS drei Wochen nach der Leitkursanpassung vielleicht noch keine bleibende Position erreicht haben und dass bei der Entscheidung, die Möglichkeit einer Erweiterung der Bandbreiten zu untersuchen, das Risiko entstehe, Erwartungen und Besorgnisse zu wecken. Es wäre daher vorzuziehen, eine solche Entscheidung noch aufzuschieben.

Herr Lamfalussy bemerkt, dass die häufigen Leitkursanpassungen vielleicht zu einer Umwandlung des EWS in ein System von gleitenden Paritäten oder "crawling peg" führen, aber dass eine solche Entwicklung nicht unbedingt einem Scheitern des EWS gleichkommt. Soweit dieses nämlich das Inflationsgefälle bestätigt und die realen Wechselkurse zwischen den beteiligten Währungen aufrechterhält, umgeht es das Hauptproblem des Systems eines allgemeinen Floating, nämlich die sehr grossen Abweichungen gegenüber der Entwicklung der Kaufkraftparitäten, die z.B. beim Dollar

und beim Yen beobachtet werden können. Diese ziemlich komplexe Erscheinung könnte untersucht werden.

Herr Pöhl ist der Ansicht, dass ein EWS, das einem System gleitender Paritäten gleicht, zwar technische Vorteile hätte (insbesondere was Spekulation und massive Kapitalbewegungen angeht, die so abgeschreckt würden), aber dass es politisch undurchführbar sei. Ein solches System brächte die Gefahr mit sich, dass die Divergenzen zwischen jenen Ländern, die wiederholt abwerten und so ihre Inflationsrate steigern würden, und denjenigen, die systematisch aufwerten und ihre Inflation reduzieren würden, sich noch verstärken.

Herr Pöhl versteht die von Herrn Duisenberg ausgedrückten Befürchtungen, aber er ist der Ansicht, dass die Stellvertreter auf diskrete Weise gewisse Fragen prüfen könnten, wie die der allfälligen Erweiterung der Bandbreiten (die diesbezüglichen italienischen Erfahrungen sind interessant und scheinen günstig zu verlaufen).

Herr Duisenberg erklärt, dass er nicht gegen eine Untersuchung sei (der Währungsausschuss hat im übrigen auch Pläne, die das EWS betreffen), er findet nur den Zeitpunkt für eine solche Arbeit, so kurz nach einer Leitkursanpassung, nicht günstig.

Herr Lamfalussy präzisiert, dass er nicht vorschlägt, die Umwandlung des EWS in ein System gleitender Paritäten zu prüfen, sondern den Beitrag zu untersuchen, den das EWS seit März 1979 an die Erhaltung einer relativen Stabilität der realen Wechselkurse innerhalb der Gemeinschaft geleistet hat.

Herr Ciampi ruft in Erinnerung, dass das Funktionieren des EWS auf dem Abkommen vom 13. März 1979 basiert und in die Zuständigkeit der Zentralbankpräsidenten fällt. Es ist daher wichtig, dass diese die auf diesem Gebiet notwendigen Untersuchungen nicht anderen überlassen, wenn es vielleicht auch angebracht wäre, noch etwas damit zuzuwarten.

Herr Hoffmeyer erklärt sich mit der Durchführung einer Untersuchung einverstanden, die allerdings nicht den allzu provokativen Titel "Erweiterung der Bandbreiten" tragen sollte, die jedoch analysieren könnte, ob sich die Spekulation, vor allem in Zusammenhang mit dem letzten Realignment, gelohnt hat und wie man sie in Zukunft erschweren und weniger rentabel machen könnte. Es spräche vielleicht etwas für eine vorübergehende Erweiterung der Bandbreiten und eine spätere Rückkehr zum schmalen Band.

Herr Ó Cofaigh unterstützt die Idee einer Untersuchung, die auch die von Herrn Hoffmeyer angeschnittene Frage der Spekulationsgewinne behandeln sollte. Die Gouverneure dürfen in der Tat nicht Fragen ausweichen, die in ihren Zuständigkeitsbereich fallen, und mit dem Beginn der Untersuchung sollte nicht allzu lange zugewartet werden.

Herr Jaans räumt ein, dass es gefährlich sein könnte, eine auf die Erweiterung der Bandbreiten ausgerichtete Untersuchung zu eröffnen, wie wenn es sich um einen Vorschlag handelte, der Zustimmung gefunden habe. Man könnte jedoch von der vierjährigen italienischen Erfahrung mit einer breiten Fluktuationsspanne ausgehen (die Banca d'Italia könnte ein Memorandum vorlegen). Das Ergebnis der Untersuchung könnte sein, dass, anstelle der bisherigen Aufforderung an Italien, seine Bandbreiten zu verengen, die Einsicht tritt, dass angesichts der gegenwärtigen mangelnden Konvergenz eine Bandbreite von 2,25% ein zu enges Korsett ist.

Der Vorsitzende trägt einige Anmerkungen vor:

Seit Oktober 1981 haben drei allgemeine Leitkursanpassungen stattgefunden (ungerechnet die weniger weit gehende Anpassung vom Februar 1982), was bedeutet, dass das EWS häufigen und beträchtlichen Leitkursanpassungen unterworfen war und dass man die Ansicht vertreten kann, das System habe weniger gut funktioniert als in den ersten zwei Jahren seines Bestehens.

Die Umstände, unter denen die letzte Anpassung vor sich ging, haben sich in den begrenzten Gewinnen der Teilnehmer niedergeschlagen, da die Veränderungen der Wechselkurse auf dem Markt nach dem 21. März 1983 deutlich geringer waren als die Veränderungen der Leitkurse. Diese Feststellung muss jedoch mit Vorsicht aufgenommen werden, denn wenn auch gewisse technische Massnahmen zur Einschränkung der Spekulationsgewinne getroffen worden sind (z.B. in Frankreich mit den Zinssätzen des Euro-Franc, die ausserordentliche Höhen erreichten), so bleiben solche Gewinne doch bestehen, und sei es bloss, dass einige Akteure an diesen beträchtlichen Zinssätzen verdienen.

Die Verbundenheit mit dem EWS, die anlässlich des letzten Realignments an den Tag gelegt wurde, zeigt einmal mehr, dass das System zwar nicht unbedingt einen genügenden Anreiz für mehr wirtschaftspolitische Konvergenz bildet, dass es jedoch als echte Divergenzbremse und als sehr nützliches Druckmittel wirkt. Die Drohung einer Währungsanpassung und des

damit verbundenen Psychodramas trägt somit zu etwas mehr Vernunft in der Wirtschaftspolitik der Mitgliedsländer bei. In diesem Zusammenhang sollte vermieden werden, dass mit dem Beschluss zur Aufnahme einer Untersuchung der Eindruck erweckt wird, Lockerungen des Systems seien wünschenswert oder könnten in Betracht gezogen werden. Wie Herr Duisenberg gesagt hat, ist ein behutsames Vorgehen erforderlich wegen der Notwendigkeit, die Märkte sich beruhigen zu lassen und über einen längeren Zeitraum als die wenigen vergangenen Wochen zu beobachten, wie fest und dauerhaft die neuen Kurse sind, unter Berücksichtigung auch der in einigen Ländern, z.B. in Frankreich, getroffenen wichtigen Begleitmassnahmen.

Der Vorsitzende schlägt vor, dass die den Stellvertretern aufgetragene Untersuchung über das EWS vor allem folgende Punkte umfassen soll:

- Prüfung der wirtschaftlichen und monetären Auswirkungen des Systems, vor allem unter dem Aspekt der Anpassung der Wechselkursparitäten an die Kaufkraftparitäten, und der Vor- und Nachteile von häufigeren, aber schwächeren Leitkursanpassungen;
- Untersuchung der italienischen Erfahrungen mit grösseren Bandbreiten; dieser Sonderfall bildet nicht unbedingt eine allgemeingültige Anleitung für die Wahl der bei der gegenwärtigen wirtschaftlichen Lage der Gemeinschaft geeignetsten Bandbreiten, denn die Erfahrungen Italiens wären anders ausgefallen, wenn nicht alle seine Partner im EWS die schmale Bandbreite angewendet hätten;
- Untersuchung der Praxis der intramarginalen Interventionen und deren günstigen oder ungünstigen Auswirkungen auf die anderen Teilnehmer des Systems.

Die Untersuchungen über das EWS dürfen nicht systematische Reformvorschläge zum Ziel haben, da der Uebergang zum zweiten Stadium nicht aktuell ist, wenn er auch als Ziel auf längere Sicht gegenwärtig bleiben muss; es soll vielmehr versucht werden, aus den in vier Jahren des Bestehens des EWS gesammelten Erfahrungen Lehren zu ziehen, um - ohne die bestehenden rechtlichen Bestimmungen zu ändern - Möglichkeiten zu finden, wie diese Bestimmungen besser ausgenutzt werden könnten.

Herr Hoffmeyer erklärt sich im grossen und ganzen mit den Vorschlägen des Vorsitzenden einverstanden, es erscheint ihm jedoch wünschens-

wert, dass die Stellvertreter einen Entwurf für einen genauen und begrenzten Auftrag vorbereiten, damit das Untersuchungsgebiet nicht allzu sehr ausgedehnt wird.

Herr Duisenberg schliesst sich der Bemerkung von Herrn Hoffmeyer an; er spricht sich dafür aus, dass die Stellvertreter einen Auftragsentwurf ausarbeiten, dem sie die Vorschläge und Bemerkungen, die während der Sitzung vom Vorsitzenden und einigen Mitgliedern gemacht wurden, zugrunde legen.

Der Vorsitzende stellt fest, dass der Ausschuss damit einverstanden ist, die Stellvertreter aufzufordern, aufgrund der soeben geführten Debatte den Entwurf für einen Auftrag auszuarbeiten; dieser Entwurf wird auf die Tagesordnung der Ausschusssitzung vom 10. Mai 1983 gesetzt.

III. Gedankenaustausch über die Entwicklung der Zinssätze, vor allem in den Vereinigten Staaten, und ihrer Auswirkungen auf die Geld- und Devisenpolitik der EG-Länder

A. Referat von Herrn Lefort

Ausgehend von Grafiken der BIZ haben die Stellvertreter eine kurze Diskussion über die Entwicklung der kurz- und langfristigen, nominalen und realen Zinssätze in den EG-Ländern und den Vereingten Staaten geführt.

Im Verlauf dieses Gesprächs sind folgende Kommentare formuliert worden:

1. Aus der Prüfung der Grafiken ergeben sich folgende Elemente:

a) Die langfristigen Nominalsätze sind in fast allen erfassten Ländern höher geworden als die kurzfristigen Nominalsätze. Diese Wiederherstellung der normalen Rangordnung der Zinssätze ist auf ein stärkeres Absinken seit Ende 1981 der kurzfristigen Nominalsätze zurückzuführen, das allerdings in Ländern mit Zahlungsbilanzdefiziten weniger ausgeprägt war.

b) Die realen Zinssätze, insbesondere diejenigen für lange Laufzeiten, sind zur Zeit in allen EG-Ländern positiv, während sie in einigen Ländern noch während der Periode 1979-80 negativ waren. In den Vereinigten Staaten sind sie seit Mitte 1980 ständig angestiegen und bewegen sich nun in der Grössenordnung von 9% für langfristige Kredite.

Der Rückgang der Inflationsraten war in der Tat viel bedeutender als das Absinken der Nominalzinssätze.

2. Die Analyse der Zinssatzentwicklungen während der letzten Jahre hat zu verschiedenen Bemerkungen Anlass gegeben.

a) Zum Begriff des "Realzinssatzes" wurden einige Vorbehalte angebracht:

- Zur Berechnung der langfristigen Sätze wurde die Frage gestellt, ob nicht die Vorausschätzungen bezüglich der Inflation berücksichtigt werden müssten.
- Was die kurzfristigen Sätze angeht, vor allem im EWS, neigen die Teilnehmer dazu, den Nominalzinssätzen und den erwarteten Entwicklungen der Wechselkurse grössere Bedeutung beizumessen.
- Sowohl für die kurzfristigen als auch für die langfristigen Sätze müsste auch das Steuersystem berücksichtigt werden, um zu einer gültigen Bewertung der Realzinssätze zu gelangen.

b) Negative Realzinssätze haben den Nachteil, dass sie eine optimale Zuteilung der Mittel verunmöglichen. Die Rückkehr zu positiven Realzinssätzen, hauptsächlich in Verbindung mit einem Rückgang der Inflation, ist daher als günstige Entwicklung anzusehen. Einige Stellvertreter haben sich jedoch gefragt, ob diese Zinssätze in einigen Ländern - vor allem in den Vereingten Staaten - angesichts der gegenwärtigen konjunkturellen Lage nicht schon zu hoch sind.

c) Der Einfluss der Geldpolitik auf die langfristigen Zinssätze ist nach Meinung mehrerer Stellvertreter ziemlich beschränkt. Diese Sätze scheinen nämlich im wesentlichen durch die auf dem Kapitalmarkt herrschenden Bedingungen, insbesondere in Zusammenhang mit der Finanzlage der öffentlichen Hand, bestimmt.

d) Schliesslich haben die Stellvertreter festgestellt, dass die Lage auf den Devisenmärkten zur Zeit beherrscht wird durch:

- die Umkehrung der Positionen der Währungen des EWS, wie sie gewöhnlich nach einer Leitkursanpassung beobachtet werden kann;
- den weiterhin festen Kurs des US-Dollars sowie einen immer noch hohen Stand der Zinssätze in den Vereinigten Staaten.

B. Referat von Herrn Lamfalussy

Die den Mitgliedern und Stellvertretern des Ausschusses' ausgehändigten Grafiken bedürfen keiner grossen Erklärungen, um so mehr als schon Herr Lefort die wichtigsten Elemente vorgestellt hat. Sie heben vor allem das Hauptproblem der weltweiten Wirtschaftspolitik hervor, nämlich das gegenwärtige Niveau der US-Zinssätze und die Gefahren und Verzerrungen, die sie auf mehreren Gebieten mit sich bringen.

1. Langfristige Zinssätze von nominal etwa 13% und real etwa 9% (diese Unterscheidung wird später noch näher erläutert) gefährden den angestrebten Konjunkturaufschwung in den Vereinigten Staaten.

2. Das Niveau der amerikanischen Zinssätze, vor allem für kurze Laufzeiten, bestimmt weitgehend die Entwicklung der finanziellen Position der Schuldnerländer, insbesondere Lateinamerikas. Trotz bedeutender Senkungen liegen diese Sätze immer noch in einer Grössenordnung von 9% und stellen eine beträchtliche Belastung dar, denn sie dürfen nicht dem Inflationsrhythmus in den Vereinigten Staaten, sondern müssen dem Gesamtwert der Ausfuhren der Schuldnerländer, der seit einigen Monaten stark zurückgegangen ist, gegenübergestellt werden.

3. Die Höhe der amerikanischen Zinssätze und das Gefälle, das sie gegenüber anderen Zinssätzen, z.B. den japanischen oder den deutschen, aufweisen, führt zu beträchtlichen Kapitalbewegungen. Diese bewirken eine Ueberbewertung des US-Dollars und erlauben es den Vereinigten Staaten, ein Leistungsbilanzdefizit offen zu lassen, dessen Höhe auf lange Sicht untragbar ist (im in den Vereinigten Staaten herrschenden protektionistischen Druck treten die Auswirkungen davon schon zutage). Schliesslich verhindern die hohen amerikanischen Zinssätze erneute Zinssatzsenkungen in anderen Ländern, wenn dies auch weniger zutrifft als noch vor ein, zwei Jahren.

Auf analytischer Ebene ist der richtige reale Zinssatz derjenige, welcher die inflationistischen Erwartungen berücksichtigt und nicht die vergangene Inflationsrate. Jedoch können Erwartungen nicht gemessen werden, und dieses Konzept ist daher nicht sehr brauchbar. Man kann im übrigen die Ansicht vertreten, dass die Inflationserwartungen der Wirtschaftskreise in den Vereinigten Staaten nicht einheitlich sind, vor allem nicht nach einem unruhigen Jahrzehnt, während welchem der Inflationsrhythmus tendenziell gestiegen ist. Seit eineinhalb Jahren ist die Infla-

tionsrate sehr viel schneller als vorhergesehen zurückgegangen, was zu Verlusten geführt hat, vor allem für die Inhaber von Sachanlagen, z.B. Immobilien. Man könnte sich daher vorstellen, dass die Kreditgeber bezüglich der Inflation pessimistisch bleiben und hohe Realzinssätze verlangen, während die Kreditnehmer oder Kapitalanleger gegenüber der Inflation optimistischer sind und zögern, bei so hohen Realzinssätzen Verbindlichkeiten einzugehen. So besteht die Gefahr, dass diese Zinssätze die Investitionsentscheidungen beeinflussen.

Auf mehr grundsätzlicher Ebene kann für das Niveau der amerikanischen Zinssätze eine traditionelle Erklärung angeführt werden, die ein deutliches Licht auf die Relativität der Abstimmung des wirtschaftspolitischen Instrumentariums wirft. Die Haushalts- und Steuerpolitik der Vereinigten Staaten ist unverkennbar expansionistisch, und die Vorausschätzungen sprechen von einer beträchtlichen Erhöhung der Finanzierungsbedürfnisse der öffentlichen Hand in den kommenden Monaten und Jahren. Diese Entwicklung wird durch den wirtschaftlichen Aufschwung nur wenig gebremst werden, denn sie ist zu einem grossen Teil struktureller Art und hängt mit schon eingegangenen Verpflichtungen für Militärausgaben, Senkungen der direkten Steuern und bewilligte Programme zusammen. Als Folge davon nehmen die Kapitalmärkte eine Haltung ein, die die Zinssätze, vor allem für lange Laufzeiten, in schwindelerregenden Höhen bleiben lässt. Wenn schon die Haushaltspolitik kaum noch geändert werden kann, könnte die Geldpolitik gelockert werden? Die Federal Reserve scheint seit November 1982 alles diesbezügliche in ihrer Macht Stehende getan zu haben. Ihre Handlungsfreiheit scheint allerdings eingeschränkt wegen der Bedeutung, die der Entwicklung der monetären Aggregate zugemessen wird; diese Entwicklung, die von den Finanzmärkten und Wirtschaftskreisen sehr genau verfolgt wird, zeichnet sich gegenwärtig durch starkes Wachstum aus.

Abschliessend muss festgestellt werden, dass die einzige geeignete Aenderung des "policy-mix" bei der amerikanischen Haushaltspolitik vorgenommen werden müsste, und wenn es sich auch um eine banale Feststellung handelt, könnten sich die Gouverneure vielleicht doch Gehör verschaffen.

C. Diskussion des Ausschusses

Herr Duisenberg ist gleicher Meinung wie Herr Lamfalussy, dass nämlich die hohen langfristigen Zinssätze in den Vereinigten Staaten die

Gefahr mit sich bringen, den wirtschaftlichen Aufschwung in jenem Land erheblich zu behindern. Er fragt sich, welches die Auswirkungen des Steuersystems auf die Zinssätze seien, das gemäss den amerikanischen Gesprächspartnern den effektiven Zinssatz ziemlich vermindere.

Herr Lamfalussy erklärt, dass der Einfluss des Steuerfaktors in den Vereinigten Staaten unterschiedlich sei, je nachdem, ob man Kreditgeber oder Kreditnehmer sei, und im letzteren Fall je nachdem, ob das Unternehmen mit Gewinn arbeite oder nicht. Wie dem auch sei, dieser Faktor führe im Vergleich zu den Nominalzinssätzen und der Lage in anderen Ländern nicht, zu sehr grossen Unterschieden.

Herr Ciampi äussert sein Erstaunen darüber, dass in den Diskussionen über die Inflation und vor allem in Zusammenhang mit einem erneuten Ansteigen der Inflation, das zu einer verstärkten Nachfrage führen könnte, der Faktor der Auslastungsquote der Produktionskapazitäten nicht zur Sprache komme.

Herr Lamfalussy räumt ein, dass es sich dabei um einen wichtigen Faktor handle, der gestatte, in Hinblick auf künftige Inflationsraten ziemlich optimistisch zu sein. Selbst bei einem bescheidenen Konjunkturaufschwung würde nämlich eine bessere Auslastung der Produktionskapazitäten eine Verbesserung der Produktivität nach sich ziehen, die sich günstig auf die Stabilität der Preise und Kosten auswirke.

In Beantwortung einer Frage des Vorsitzenden, warum die kurzfristigen Zinssätze in den Vereinigten Staaten beträchtlich zurückgegangen seien, während die langfristigen Sätze nur langsam sinken, gibt Herr Lamfalussy folgende Erklärung: Seit dem Sommer 1982, vor allem in Zusammenhang mit den finanziellen Schwierigkeiten von Mexiko, habe die Federal Reserve Druck auf die kurzfristigen Sätze ausgeübt, aber die Kapitalmärkte hätten diese Entwicklung nicht mitgemacht, sei es, weil sie wegen der Haushaltsdefizite an der Fähigkeit der Federal Reserve, die Zinssätze niedrig zu halten, zweifelten, sei es, weil sie ein Wiederanziehen der Inflation erwarteten.

Herr Godeaux ist der Meinung, der Widerstand gegen eine Senkung der langfristigen Zinssätze in den Vereinigten Staaten könne auch mit anderen Faktoren erklärt werden, wie z.B. den bedeutenden Aenderungen, die im amerikanischen Finanzsystem und bei den Kapitalbeschaffungsmethoden eingetreten seien. Diese Aenderungen widerspiegeln die Besorgnisse der

langfristigen Sparer über eine künftige Inflation und können zu einer Erhöhung der Finanzierungskosten führen.

Der Vorsitzende merkt an, dass diese Entwicklung vielleicht auch für die erhebliche Verlangsamung des Geldumlaufs, die 1982 festgestellt wurde, verantwortlich sei; im klassischen Schema finde sich keine Erklärung für diese Verlangsamung.

Der Vorsitzende schliesst die Diskussion des Ausschusses ab und dankt den Herren Lefort und Lamfalussy für ihre sehr interessanten Referate.

IV. Weitere Fragen innerhalb der Zuständigkeit des Ausschusses

Bitte der Dienststellen der Kommission, die provisorischen Daten über die Auslandsverschuldung der EG-Länder, mit deren Ausarbeitung die "Raymond-Gruppe" beschäftigt ist, für den Währungsausschuss benutzen zu können

Der Vorsitzende meldet dem Ausschuss die Bitte der Dienststellen der Kommission und fordert Herrn Lefort auf, über die Sache, die von den Stellvertretern behandelt wurde, zu referieren.

Herr Lefort gibt folgende Erklärung ab:

Die Stellvertreter haben die Bitte der Dienststellen der Kommission geprüft, ob diese für den Währungsausschuss die Statistiken über die Auslandsverschuldung der EG-Länder, die als Tabellen 8 und 9 den halbjährlichen Berichten der "Raymond-Gruppe" beigelegt werden, benutzen könnten. Diese Berichte, und damit auch die Statistiken, werden dem Währungsausschuss regelmässig übermittelt, aber erst nach Prüfung durch den Ausschuss der Zentralbankpräsidenten. Im vorliegenden Fall ginge es darum, die Daten der Tabellen schon benutzen zu können, bevor sie von den Zentralbankpräsidenten bei der Sitzung vom 10. Mai geprüft worden sind. Der Währungsausschuss sieht nämlich bei seiner Sitzung vom 4. Mai eine Diskussion über die Anpassung und die Auslandsverschuldung der EG-Länder vor.

Grundsätzlich sehen die Stellvertreter keinen Einwand gegen eine vorzeitige Verwendung dieser Statistiken durch den Währungsausschuss. Sie haben jedoch betont, dass diese Statistiken erst verwendet werden sollten, wenn sie von der "Raymond-Gruppe", die demnächst zusammentritt, endgültig abgeschlossen worden sind. Schliesslich kann man sich fragen,

ob der Währungsausschuss in Zukunft bei seiner periodischen Ueberprüfung der Anpassung und der Auslandsverschuldung der EG-Länder nicht den vorher festgelegten Zeitplan des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten für die Prüfung der halbjährlichen Berichte der "Raymond-Gruppe", in welchen die fraglichen Statistiken samt Kommentaren enthalten sind, berücksichtigen könnte.

Der Vorsitzende stellt fest, dass der Ausschuss einverstanden ist, den Dienststellen der Kommission für die Sitzung des Währungsausschusses vom 4. Mai 1983 die Statistiken über die Auslandsverschuldung zu überlassen, sobald sie von der "Raymond-Gruppe" fertiggestellt sind, d.h. in etwa 14 Tagen (gegen den 25. April), und somit ehe sie von den Zentralbankpräsidenten anlässlich der Sitzung vom 10. Mai 1983 geprüft worden sind. Der Vorsitzende weist die Vertreter der Kommission darauf hin, dass der Währungsausschuss in Zukunft gut daran täte, seine Untersuchung der Statistiken so anzusetzen, dass er von den Kommentaren, welche die Zentralbankpräsidenten vielleicht zum Thema der Auslandsverschuldung machen, profitieren könne. In der Tat herrscht normalerweise auf diesem Gebiet nicht äusserste Dringlichkeit, und es wäre daher sinnvoller, wenn der Währungsausschuss in Zukunft seine Diskussion eher einige Tage nach als einige Tage vor derjenigen der Zentralbankpräsidenten abhalten würde.

V. Zeit und Ort der nächsten Sitzung

Die nächste Sitzung findet am Dienstag, dem 10. Mai 1983, um 10.00 Uhr in Basel statt.

Ausschuss der Präsidenten
der Zentralbanken der Mitgliedstaaten
der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft

12. April 1983

Vertraulich

Uebersetzung

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

MAERZ 1983

Der vorliegende Bericht gibt einen Ueberblick über die Entwicklung auf den Devisenmärkten der Länder der an der Konzertation beteiligten Zentralbanken* und über deren Interventionen im März sowie während der ersten Apriltage 1983.

I. ENTWICKLUNG DER WECHSELKURSE

Die bemerkenswerteste Entwicklung auf den Devisenmärkten war im März die sich verschärfende Spannung im EWS, die am 21. März zu einem Realignment mit Anpassungen der bilateralen Leitkurse bis zu 9% führte. Die Kursschwankungen des US-Dollars und der meisten übrigen Währungen hielten sich in einem recht engen Rahmen.

Der US-Dollar blieb im März fest, insbesondere da sich die Spannungen im EWS verschärften und die Ungewissheit in Zusammenhang mit der Preis- und Produktionsvereinbarung der Olexportländer wuchs. Die Zinsen in den USA und am Eurodollarmarkt zogen während des Monats etwas an, während in verschiedenen europäischen Ländern die Leit- und Geldmarktzinsen sanken; die daraus resultierende Vergrößerung der Zinsunterschiede begünstigte den Dollar. Die steigenden Dollarzinsen spiegelten Befürchtungen

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

des Marktes wider, die sich auf das Defizit des Bundeshaushalts sowie auf die Möglichkeit gründeten, dass angesichts der jüngsten Geldmengenausweitung die Geldpolitik verschärft werde.

Ueber den ganzen Monat März hinweg gesehen befestigte sich der Dollar um durchschnittlich 2,1% gegenüber den EWS-Währungen, wobei der Anstieg gegenüber der dänischen Krone weniger als 0,1%, gegenüber dem französischen Franken aber 6,0% betrug. Gegenüber dem englischen Pfund ergab sich eine Kurssteigerung um 3,0%, gegenüber dem Schweizer Franken um 1,8% und gegenüber dem Yen um 1,2%.

Im EWS verschärften sich die bereits monatelang andauernden Spannungen in Zusammenhang mit den Bundestagswahlen in Deutschland und den Regionalwahlen in Frankreich. Verschiedene Länder versuchten, den Spannungen durch eine Reihe von Massnahmen (Veränderung der Leitzinsen, Beeinflussung der Geld- und Euromarktzinsen und Verschärfung der Devisenkontrollen) zu begegnen. Als Ergebnis der erhöhten Spannungen wurde mit Wirkung vom 21. März eine Leitkursanpassung unter Einbeziehung aller EWS-Währungen beschlossen. Diese Leitkursanpassung beinhaltete eine Aufwertung der D-Mark um 5,5%, des holländischen Guldens um 3,5%, der dänischen Krone um 2,5% und des belgischen Frankens um 1,5% sowie eine Abwertung der italienischen Lira und des französischen Frankens um 2,5% und des irischen Pfundes um 3%.

Wie gewöhnlich kehrten sich nach der Leitkursanpassung die Positionen im EWS-Band um, wobei die Währungen vom oberen zum unteren Rand sanken oder vom unteren zum oberen Rand aufstiegen. Folglich waren die Veränderungen der Marktkurse wesentlich geringer als die der Leitkurse, und in einigen Fällen ergaben sich sogar Bewegungen in die entgegengesetzte Richtung. Während die Leitkursänderungen bis zu 9% erreichten, gingen die Bewegungen der Marktkurse nicht über 6% hinaus.

Der belgische Franken befand sich bis zum Realignment am unteren Rand des engen Kursbandes, sieht man von einem starken Ausschlagen des Kurses bei der Suspendierung der Devisenfazilität auf dem amtlichen Markt ab, das ihn am 14. und 15. März an den oberen Rand brachte. Die belgischen Behörden verteidigten den Wert des Frankens zum einen durch erhebliche Interventionen, zum anderen durch eine Anhebung der Leitzinsen am 8. März um je 2,5 Prozentpunkte (Diskontsatz von 11,5 auf 14% und Lombardsatz von 12,5 auf 15%) sowie am 14. März durch die oben erwähnten Massnahmen.

Nach der Leitkursanpassung notierte der belgische Franken in der Mitte der engen Schwankungsmarge, und die Behörden konnten den Diskontsatz auf 11% senken, das niedrigste Niveau seit drei Jahren (der Lombardsatz wurde auf 12% zurückgenommen) und die Fazilität für Devisenguthaben teilweise wiederherstellen.

Der Druck auf den französischen Franken verstärkte sich vor den Wahlen in Deutschland und dem ersten Wahlgang in Frankreich. Er veranlasste die Behörden, am Morgen des 7. März ihre intramarginalen Interventionen am Devisenmarkt einzustellen. Eine starke Erhöhung der Sätze am Eurofrankenmarkt trug dazu bei, den spekulativen Druck auf die französische Währung beträchtlich zu verringern. Nach dem Realignment nahm der Franken eine Position an der Obergrenze des 2,25%-Kursbandes ein; hierfür waren die Auflösung von spekulativen Baissepositionen und später die Ankündigung eines strikten Stabilisierungsprogramms ursächlich.

Auch die italienische Lira war einem starken Abwertungsdruck ausgesetzt, auf den die Behörden mit Interventionen auf dem Devisenmarkt und mit einem Abwärtsgleitenlassen des Kurses innerhalb des der Lira zugestandenen weiten Bandes von 6% reagierten. Nach dem Realignment lag der ECU-Tageswert der italienischen Lira höher als an den dem Realignment vorausgegangenen Tagen. Infolge der Auflösung von in den vorangegangenen Wochen aufgebauten spekulativen Positionen wurde die Lira nach oben getragen und konnte die grössere Breite ihrer Schwankungsmarge ausnützen.

Der Kursverlauf der D-Mark war weitgehend ein Spiegelbild der Kursbewegung des französischen Frankens. Vor dem Realignment hielt sich die D-Mark beständig am oberen und danach am unteren Rand des engen Bandes auf. Die Währungsbehörden begegneten den Spannungen durch Interventionen am Devisenmarkt sowie eine Senkung der Leitzinsen am 17. März (Zurücknahme des Diskontsatzes von 5 auf 4% und des Lombardsatzes von 6 auf 5%). Nach dem Realignment stieg auch der Marktwert der D-Mark gegenüber den meisten anderen EWS-Währungen, doch war dieser Anstieg weitaus geringer als derjenige der Leitkurse.

Der holländische Gulden hielt sich bis zum Realignment nahe der Obergrenze des engen Bandes; am 1. und 17. März wurden die amtlichen Zinssätze um jeweils einen halben Prozentpunkt zurückgenommen. Nach der Leitkursanpassung notierte die niederländische Währung im unteren Teil des engen Kursbandes und berührte am Monatsende dessen Untergrenze.

Die dänische Krone liessen die Behörden in den unteren Teil des engen Kursbandes ableiten. Diese Bewegung wurde durch Interventionen und eine Anhebung des Geldmarktsatzes von 15,5 auf 25% stabilisiert. Beim Realignment erfuhren die bilateralen Leitkurse der dänischen Krone im Durchschnitt keine wesentliche Aenderung. Im Lichte einer günstigen Entwicklung der Handelsbilanz und mässiger Lohnanhebungen, wurde der Diskontsatz von 10 auf 8,5% gesenkt. Nach dem Realignment stieg auch der Marktkurs der Krone gegenüber allen anderen EWS-Währungen, als sich die dänische Krone an den oberen Rand des engen Kursbandes schob.

Das irische Pfund erfuhr die stärkste Leitkursanpassung nach unten ebenso wie einen effektiven Rückgang seines ECU-Tageswertes. Auf diese Weise konnte der Druck auf diese Währung vermindert werden, der aus der Kursabschwächung des englischen Pfundes herrührte. Seit dem Realignment liegt das irische Pfund dank einiger Devisenrückflüsse an der Spitze des EWS.

Das Pfund Sterling setzte seine im November 1982 begonnene Abwärtsbewegung, die sich im Februar verlangsamte hatte, fort und erreichte gegenüber dem US-Dollar und der D-Mark neue absolute Tiefstände. Die Abschwächung beruhte auf der ungewissen weiteren Oelpreisentwicklung, die durch die getroffene Vereinbarung der OPEC-Länder nicht beseitigt worden ist, und einem Anstieg der US-Dollar-Zinsen im Zusammenwirken mit einem geringfügigen Rückgang der Zinsen in Grossbritannien. Die besseren Aussichten am Erdölmarkt bewirkten jedoch in den letzten Tagen des Monats eine Tendenzumkehr, so dass die Abschwächung des effektiven Wechselkurses über den ganzen Monat hinweg gesehen nur gering war.

Die griechische Drachme wertete sich im März gegenüber dem US-Dollar etwas ab und gewann gegenüber der ECU an Wert, womit sie sich seit der jüngsten Abwertung vom Januar 1983 als insgesamt bemerkenswert stabil erwies.

Der japanische Yen, der sich im Februar gegenüber dem US-Dollar gefestigt hatte, büsste das zuvor gewonnene Terrain wieder ein; er schwächte sich im März in Zusammenhang mit dem Anstieg der Dollarzinsen leicht ab. In der zweiten Märzhälfte festigte sich der Yen vorübergehend im Sog einer starken Auslandsnachfrage nach Yen am japanischen Kapitalmarkt.

Der Schweizer Franken schwächte sich in den ersten zwei Wochen des Berichtsmonats gegenüber dem US-Dollar und noch stärker gegenüber der

ECU ab. Nach der Leitkursanpassung im EWS erholte er sich u.a. aufgrund der Verringerung des Zinsgefälles zugunsten des US-Dollars.

Die norwegische Krone wies gegenüber dem US-Dollar Kursverluste auf, verbesserte aber aufgrund bescheidener Interventionen ihren ECU-Wert.

Die schwedische Krone nahm eine parallel zur norwegischen Krone verlaufende Entwicklung, die einige, auf die erste Märzhälfte konzentrierte Interventionen bedingte.

Der kanadische Dollar blieb während des grössten Teils des Monats März fest; in der letzten Märzwoche kam er unter einen gewissen Druck; ursächlich hierfür war der Abbau einer positiven Zinsdifferenz zwischen Kanada und den Vereinigten Staaten im kurzfristigen Bereich.

II. INTERVENTIONEN IN US-DOLLAR

Die starken Spannungen im EWS machten hohe Dollarinterventionen notwendig: Vor dem Realignment überwogen die Verkäufe und danach die Käufe. Im Februar hatten sich Bruttoverkäufe von US-\$ 2,7 Mrd. und Bruttokäufe von US-\$ 1,5 Mrd. zu Nettoabgaben von US-\$ 1,2 Mrd. saldiert. Im März dagegen beliefen sich die Bruttoabgaben von Dollar insgesamt auf US-\$ 5,3 Mrd. und die Nettokäufe auf US-\$ 1,5 Mrd., was sich zu Nettoverkäufen von US-\$ 3,8 Mrd. saldiert. Die bedeutendsten Verkäufe, brutto wie netto, tätigten die Banque de France, die Banca d'Italia und die Bank of Ireland. Von den anderen Zentralbanken, die netto Dollar verkauften, sind die Danmarks Nationalbank, die Norges Bank und die Sveriges Riksbank zu nennen.

III. INTERVENTIONEN IN GEMEINSCHAFTSWAEHRUNGEN

Auch die Interventionen in Gemeinschaftswährungen waren im Berichtsmonat sehr bedeutend: Die vor dem Realignment am 21. März getätigten Interventionen kehrten sich in den Tagen danach weitgehend um. In beiden Fällen fand der überwiegende Teil an den Interventionspunkten statt. Insgesamt beliefen sich die Interventionen auf umgerechnet US-\$ 8,3 Mrd.

Vor dem Realignment bestanden die bedeutendsten Interventionen aus DM-Abgaben seitens der Banque Nationale de Belgique, der Danmarks

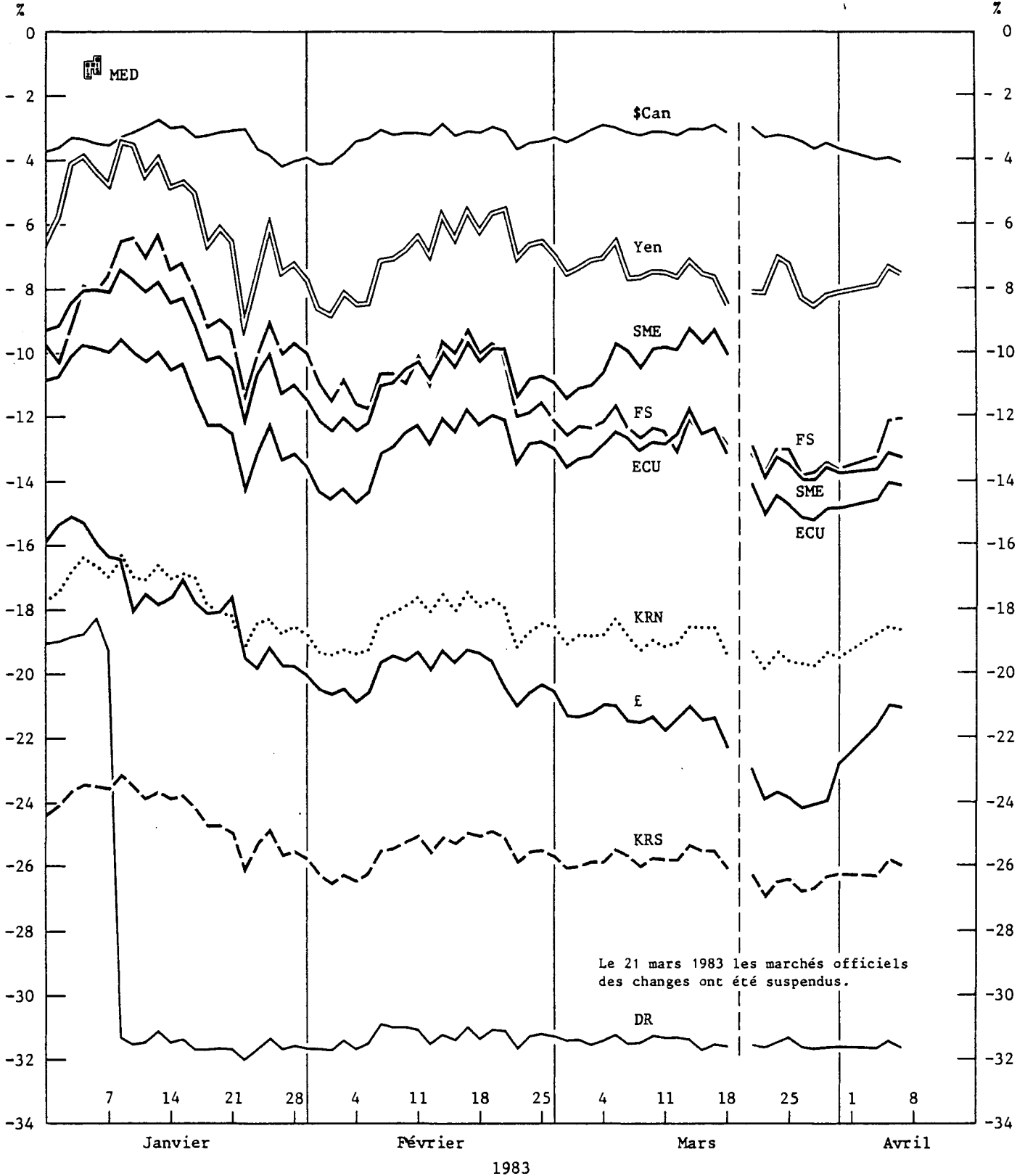
Nationalbank und der Banque de France. Nach dem Realignment handelte es sich vor allem um DM-Käufe der Banque de France und Käufe von holländischen Gulden durch die Banque Nationale de Belgique.

* * *

In den ersten Apriltagen bewegte sich der US-Dollar auf dem hohen Niveau von Ende März, allerdings in einem Umfeld, das von Unsicherheiten über die weitere Entwicklung der kurzfristigen Zinsen der amerikanischen Währung geprägt war. Die Positionen der am EWS teilnehmenden Währungen blieben im wesentlichen unverändert gemessen an ihren Positionen an den Tagen unmittelbar nach dem Realignment. Das Pfund Sterling festigte sich weiter. Die Sveriges Riksbank und die Banca d'Italia senkten ihre Diskontsätze von 9 auf 8,5% bzw. von 18 auf 17%.

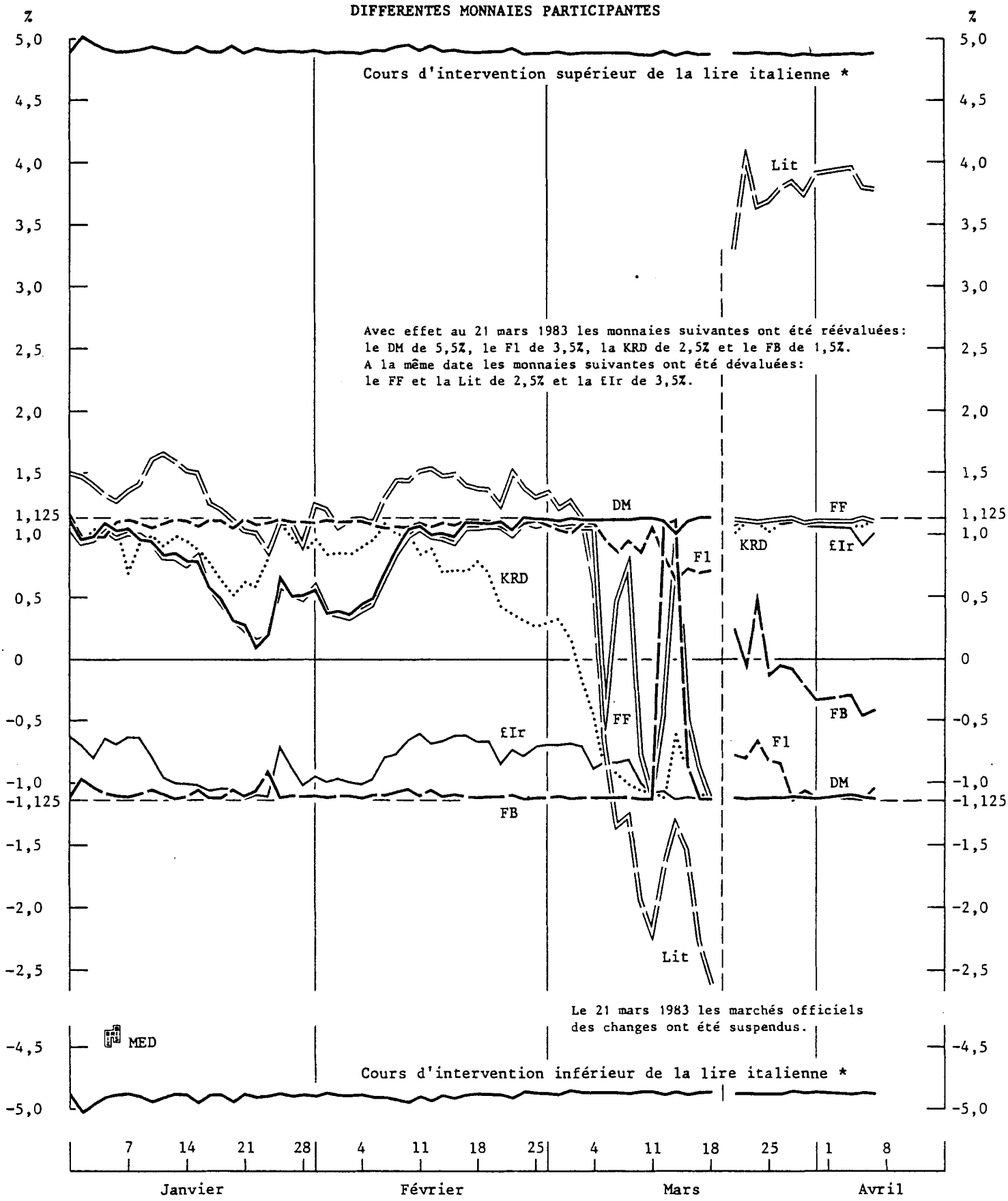
Die Interventionen in Dollar und in Gemeinschaftswährungen beliefen sich nach wie vor auf ansehnliche Beträge; die bedeutendsten Nettokäufe wurden von der Banca d'Italia, der Banque de France, der Banque Nationale de Belgique und der Danmarks Nationalbank getätigt.

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



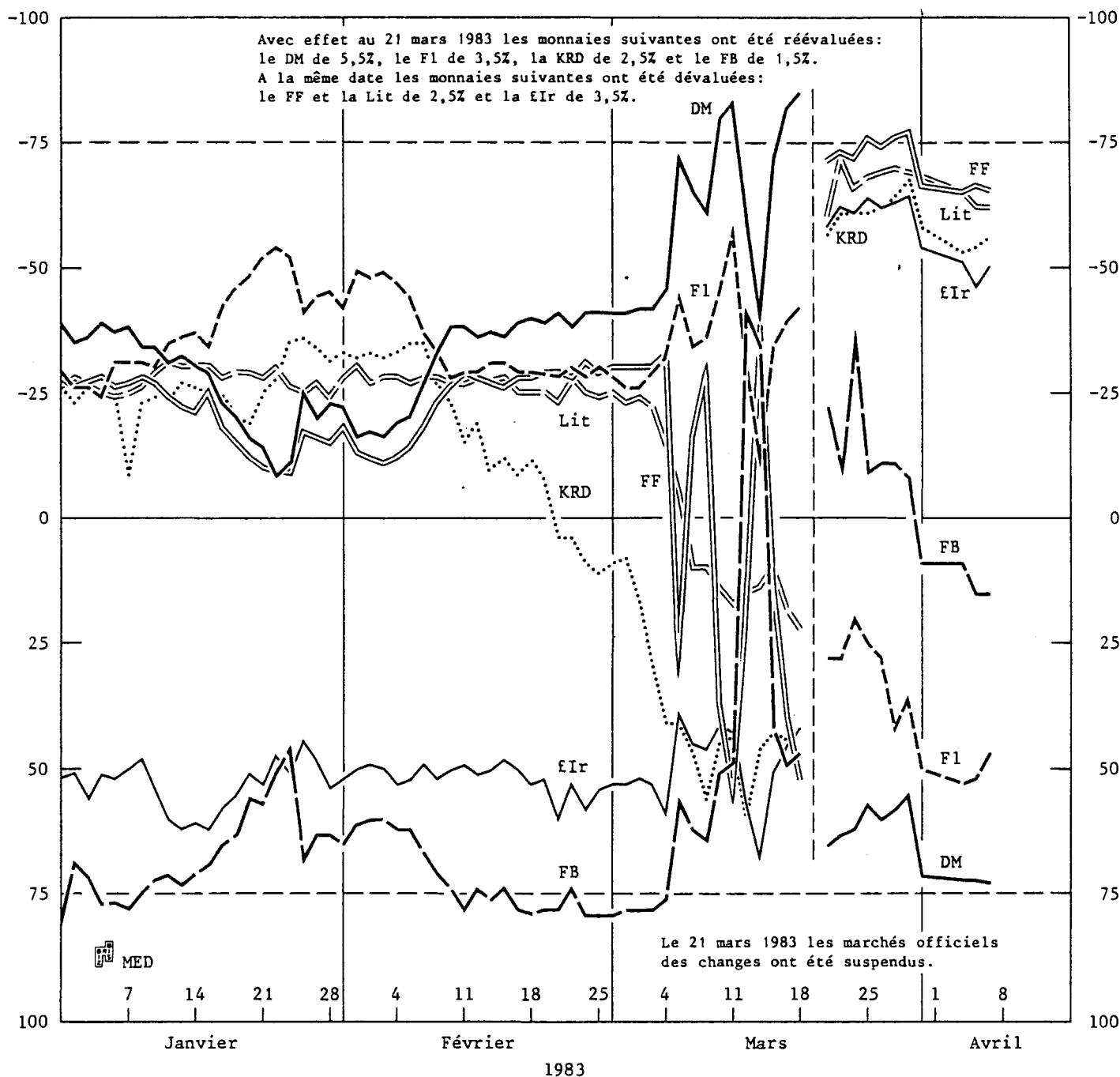
* ECU 1,08517; £ 0,52206; DR 57,3424; \$Can 1,1862; FS 1,7985; Yen 219,60; KRS 5,5325; KRN 5,8050; cours médian des monnaies participant au SME 1,0705. Le cours médian des monnaies participant au SME représente la moyenne journalière des cours des deux monnaies à marge de fluctuation de 2,25%, exprimés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

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



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

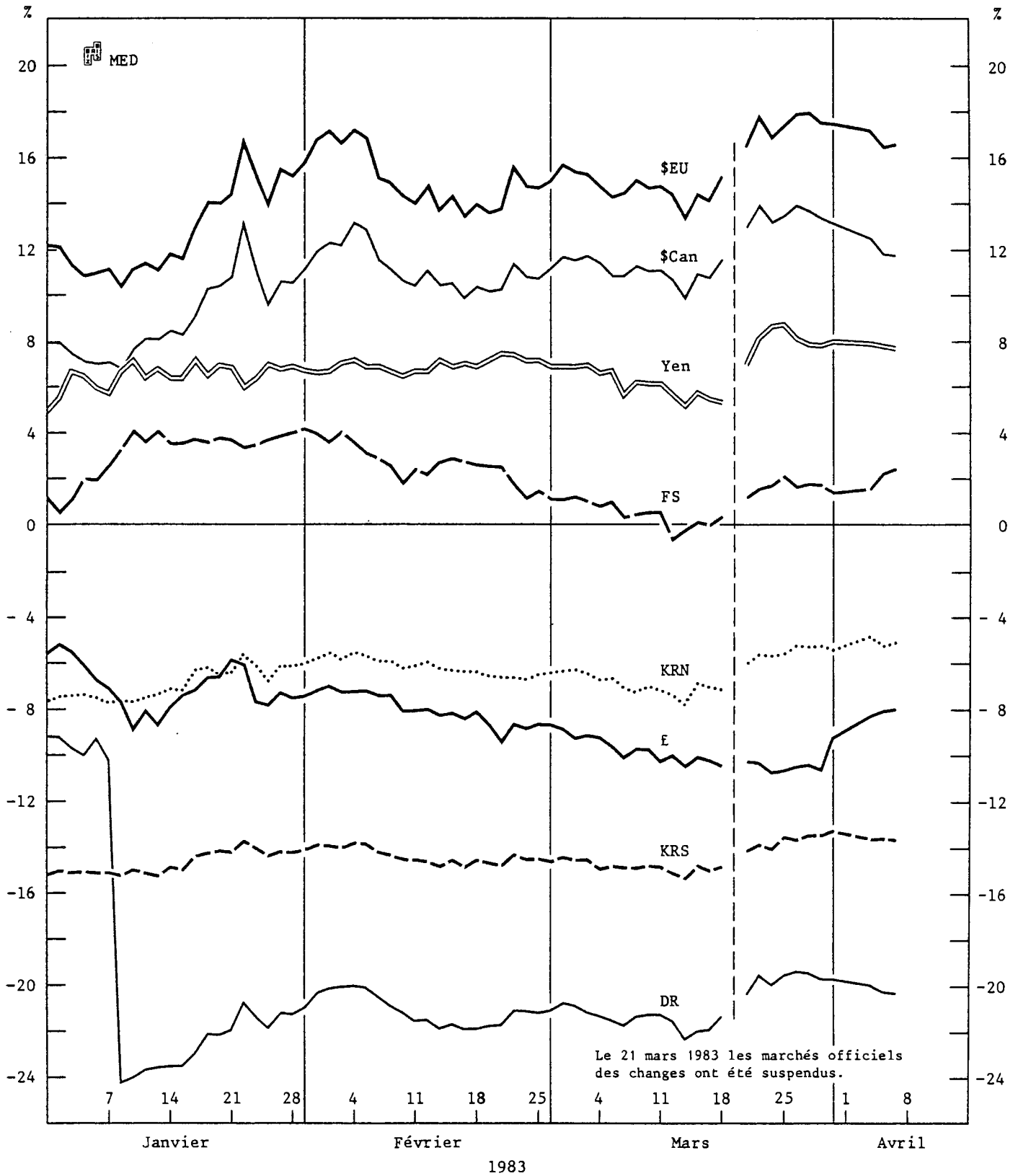
EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE *



* L'indicateur de divergence a pour but de mesurer, sur une base comparable pour toutes les monnaies participant au mécanisme de change européen, la position d'une monnaie vis-à-vis de son cours-pivot ECU. L'écart maximal de divergence est le pourcentage maximal par lequel le cours de marché de l'ECU dans chaque monnaie peut s'apprécier ou se déprécier par rapport à son cours-pivot ECU; il est exprimé par ± 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.

7 avril 1983

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 MARCHÉ RELEVÉS 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 avril 1983