

Vertraulich
Uebersetzung

PROTOKOLL* DER 157. SITZUNG DES
AUSSCHUSSES DER PRAESIDENTEN DER ZENTRALBANKEN
DER MITGLIEDSTAATEN DER EUROPÄISCHEN WIRTSCHAFTSGEMEINSCHAFT
BASEL, DIENSTAG, 14. JULI 1981, 10.00 UHR

Anwesend sind: der Gouverneur der Bank of England und Ausschussvorsitzende, Herr Richardson, begleitet von den Herren Loehnis und Balfour; der Gouverneur der Banque Nationale de Belgique, Herr de Strycker, begleitet von Herrn Janson; der Gouverneur der Danmarks Nationalbank, Herr Hoffmeyer, begleitet von den Herren Mikkelsen und Dalgaard; der Präsident der Deutschen Bundesbank, Herr Pöhl, begleitet von den Herren Gleske und Kloft; der Gouverneur der Bank von Griechenland, Herr Zolotas, begleitet von den Herren Chalikias und Papageorgiou; der Gouverneur der Banque de France, Herr de la Genière, begleitet von Herrn Waitzenegger; der Gouverneur der Central Bank of Ireland, Herr Murray, begleitet von Herrn Breen; 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 Boot; der Direktor für Währungsangelegenheiten der Kommission der Europäischen Gemeinschaften, Herr Boyer de la Giroday, begleitet von den Herren Kees und Louw; der Kommissar für die Bankenaufsicht des Grossherzogtums Luxemburg, Herr Jaans. Zugewegen sind ferner die Herren Raymond und Sangster, Vorsitzender bzw. amtierender Vorsitzender der Expertengruppen. Ebenfalls anwesend sind der Generalsekretär des Ausschusses, Herr Morelli, und sein Beigeordneter, Herr Bascoul, sowie die Herren Scheller und Mortby und die Herren Lamfalussy und Dagassan.

I. Billigung des Protokolls der 156. Sitzung

Der Ausschuss billigt einstimmig das Protokoll der 156. Sitzung vom 14. Juni 1981 vorbehaltlich einiger Aenderungen redaktioneller Art, die im endgültigen Text berücksichtigt werden.

* Endgültige, in der Sitzung vom 8. September 1981 gebilligte Fassung, die gegenüber dem Entwurf nur einige Aenderungen redaktioneller Art aufweist.

II. Gedankenaustausch über das Funktionieren der innergemeinschaftlichen Konzertation und die monetäre Entwicklung in den EG-Ländern; Vorlage des Berichts über die Entwicklung an den Devisenmärkten der an der Konzertation beteiligten Länder im Juni und in den ersten Julitagen 1981 durch Herrn Sangster; Verabschiedung des Ausschussberichts an die EG-Finanzminister; Monatsstatistiken

A. Ausführungen von Herrn Sangster und Verabschiedung des Berichts an die EG-Finanzminister

Herr Sangster fasst kurz die wesentlichen Punkte des dem Protokoll beigefügten Berichts zusammen und kommentiert sie.

Der Vorsitzende dankt Herrn Sangster für seine Ausführungen und stellt die Annahme des Berichts durch den Ausschuss fest.

B. Diskussion des Ausschusses

Herr de la Genière betont, dass die von der Bank von Frankreich Ende Juni/Anfang Juli getroffenen geldpolitischen Massnahmen nur technische Anpassungen darstellten und keine Aenderung der bisherigen Geldpolitik beinhalteten. Am Ende des vergangenen Jahres waren die Mindestreservesätze spürbar heraufgesetzt worden, um einen Teil der Bankenliquidität abzuschöpfen, die als Folge umfangreicher Interventionen der Bank von Frankreich als Käufer an den Devisenmärkten entstanden war. Dementsprechend hätten sich die Mindestreserven von etwa FF 20 Mrd. im Monatsdurchschnitt auf etwa 40 Mrd. nahezu verdoppelt. Vom April an kehrte sich die Situation völlig um; Verkaufsinterventionen am Devisenmarkt und andere Faktoren entzogen den Banken beträchtliche Liquidität, und die Bank von Frankreich sah sich gezwungen, den Banken umfangreiche Liquidität zuzuführen, um eine zu starke Anspannung bei den Zinsen zu vermeiden. Es erschien daher angezeigt, nach den Wahlen und der Bildung einer neuen Regierung zu einer normaleren Lage zurückzukehren. Die Senkung der Mindestreservesätze schlug sich in einer Verringerung dieser Reserven um etwa FF 20 Mrd. nieder, womit sie wieder ihren durchschnittlichen Stand innehatten, wie er vor den Ende 1980 ergriffenen Massnahmen bestanden hatte. Die Herabsetzung der (zinslosen) Mindestreserven wirkte sich auch günstig auf die Kosten- und Ertragsrechnung der Banken aus, die ihre "Prime rate" um etwa 1 Prozentpunkt senken konnten.

Mit der zweiten geldpolitischen Massnahme wurde das herkömmliche System der Liquiditätsversorgung des Geldmarktes reaktiviert. Während die Bank von Frankreich während der gesamten Zeit der politischen Spannungen nur an manchen Tagen interveniert hatte, hat sie kürzlich erneut damit begonnen, dem Markt Liquidität für einen längeren Zeitraum zuzuführen, wobei sie dem Tagesgeldsatz freieren Lauf liess. Die daraus resultierende Entspannung blieb jedoch begrenzt, da der Tagesgeldsatz aus verschiedenen, mit der Tradition des Geldmarktes zusammenhängenden Gründen der wichtigste ist. Dieser Satz hat sich kürzlich schrittweise von 20 auf 18 1/4% ermässigt.

Der Vorsitzende dankt Herrn de la Genière für seine Erläuterungen.

III. Eventuell weiteres Vorgehen im Anschluss an die Ratstagung der EG-Finanzminister vom 6. Juli 1981

Der Vorsitzende unterrichtet kurz über den Ablauf der obigen Sitzung. Da der Rat über einen schriftlichen Bericht des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten (und über einen Bericht des Währungsausschusses) verfügt habe, habe er selbst davon Abstand genommen, diesen Bericht in seiner ganzen Länge vorzulesen; er habe sich darauf beschränkt, die wichtigsten, nachfolgend aufgezählten Punkte anzuführen:

- die Festigung des US-Dollars und die erneute Ausweitung des Zinsgefälles zwischen den USA und den meisten Ländern der Gemeinschaft;
- das Ausbleiben amerikanischer Interventionen an den Devisenmärkten seit dem vergangenen März;
- die vorbehaltlose Unterstützung der US-Administration in ihrem entschlossenen Vorgehen gegen die Inflation bei gleichzeitiger Hervorhebung der schädlichen Auswirkungen, die das hohe Zinsniveau in den USA und seine erratischen Schwankungen nicht nur auf die EG-Länder, sondern ganz allgemein die gesamte Welt haben;
- das Eingeständnis, dass die Spannungen zwischen den EWS-Währungen auch Ausdruck der ungenügenden Ergebnisse der Teilnehmerländer und der Divergenz dieser Resultate sind.

Der Vorsitzende erklärt, er habe als Fazit des Ausschussberichts noch den Satz hinzugefügt, dass die Gouverneure der Meinung seien, ein diskretes diplomatisches Vorgehen dürfte bessere Ergebnisse zeitigen als öffentliche Schritte, wobei der Nachdruck darauf zu legen sei, die

amerikanischen Behörden aufzufordern, die internationalen Auswirkungen ihrer Politik angesichts der dominierenden Rolle, die ihre Währung für den Welthandel habe, ins Kalkül zu ziehen.

Der Tenor des Berichts des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten (der, von einigen Nuancen abgesehen, dem des Berichts des Währungsausschusses sehr nahe kam) sei offenbar vom Rat der Finanzminister günstig aufgenommen worden, und die sich daran anschliessende Diskussion sei von einem starken Realismus geprägt gewesen. Im übrigen seien grosse Teile des Berichts des Währungsausschusses und der Erklärungen des französischen Finanzministers in der Presse wiedergegeben worden. Zu erwähnen sei auch, dass einige Finanzminister während der erwähnten Aussprache auf die Koordinierung der Devisenmarktinterventionen zu sprechen gekommen seien, doch seien in der Folge weder die anderen Minister noch der Präsident in seinen Schlussbemerkungen auf dieses Problem weiter eingegangen. Die Gouverneure der betreffenden Zentralbanken dürften am besten die Ansicht des Ministers ihres Landes zu diesem Thema kennen.

Der Ausschuss hat keine Bemerkungen zum Bericht des Vorsitzenden.

IV. Prüfung des Sonderberichts der Expertengruppe unter dem Vorsitz von Herrn Raymond über die Politik der Auslandsverschuldung der EG-Länder

A. Referat von Herrn Raymond

Herr Raymond erklärt, dass der Bericht, den vorzulegen er die Ehre habe, ein Sonderbericht sei, der die übliche Reihe der Halbjahresberichte der Gruppe ergänze. Er weist den Ausschuss darauf hin, dass die Gruppe, wahrscheinlich in den letzten zwei Monaten des Jahres, zwei weitere Berichte vorlegen werde: den halbjährlichen Bericht über die aktuelle Geldpolitik in der Gemeinschaft sowie, auf Ersuchen der Gouverneure vom Mai, einen Sonderbericht über die Finanzierung der öffentlichen Haushaltsdefizite durch die Zentralbanken.

Bei dem Gegenstand des vorliegenden Berichts, also der Politik der öffentlichen Verschuldung im Ausland, handle es sich um ein schwierig abzugrenzendes Thema, das ohne Bezugnahme auf die allgemeine Finanzierung der aussenwirtschaftlichen Defizite nicht behandelt werden könne. Dies

bedeute freilich nicht, dass sämtliche Aspekte der Finanzierung dieser Defizite untersucht worden seien.

Die wesentlichen Feststellungen der Gruppe könnten wie folgt zusammengefasst werden. Zunächst einmal habe sich das erstmals nach dem ersten Erdölschock erkennbare Konzept einer Verschuldungspolitik vor allem nach dem zweiten Oelpreisschub entwickelt, der aufgrund seiner (im einzelnen im Bericht aufgeführten) Besonderheiten die Länder der Gemeinschaft vor ernstere Probleme als der erste Schock stellte. Unter diesen Bedingungen sei es für die netto Erdöl importierenden Länder äusserst schwierig, in naher und vorhersehbarer Zukunft ihre Leistungsbilanzungleichgewichte zum Verschwinden zu bringen. Die europäischen Länder seien um so weniger zu einer raschen Anpassung ihrer Leistungsbilanzen fähig, als sie derzeit eine hohe Arbeitslosigkeit aufwiesen, und eine Drosselung ihrer Konjunktur in einem Ausmass, das zu einer sofortigen Wiederherstellung des aussenwirtschaftlichen Gleichgewichts führen würde, wäre aus sozialen und politischen Gründen untragbar. Im übrigen hätten die Währungsreserven der europäischen Länder nicht den Stand, der notwendig wäre, um die Defizite finanzieren zu können, und überhaupt sähen sich die Notenbanken in dem Bestreben, die Binnenwirtschaft nicht abzuwürgen, veranlasst, die kontraktive Wirkung der Interventionen auf die Liquidität der Wirtschaft durch interne Finanzierungsmassnahmen zu kompensieren, so dass der gleichgewichtsfördernde Effekt der Interventionen teilweise zunichte gemacht würde. In dieser Situation sei der Rückgriff auf eine Kreditaufnahme im Ausland als vorübergehende Massnahme völlig normal und entspräche auch einem gewissen internationalen Wohlverhalten. Gehe man nämlich davon aus, dass die erdölexportierenden Länder über Jahre hinweg ihre Ueberschussposition zu behalten trachten werden, so könne Europa nicht den Gegenposten dieser Ueberschüsse auf die Entwicklungsländer abwälzen.

Die Kreditaufnahme der EG-Länder im Ausland sei bisher problemlos verlaufen, weshalb ein gemeinschaftliches Kreditaufnahmeverfahren nach Auffassung der Gruppe gegenwärtig wenig dringlich erscheine, wenn auch ein solches Verfahren dann in der Zukunft in dem Masse interessant sein könnte, wie die Verschuldung der europäischen Länder wachse. Eine Politik der Auslandsverschuldung beinhalte indes gewisse Risiken und Nachteile. Eine zu starke Verschuldung im Ausland bedeute langfristig, dass die Last der Zahlungsbilanzanpassung künftigen Generationen auferlegt werde. Auf kurze Sicht beinhalte eine Politik der Auslandsverschuldung Risiken für

die monetäre Disziplin (vgl. nachstehend). Darüber hinaus wirke die Kreditaufnahme im Ausland, soweit damit unveränderte Energiemengen finanziert werden sollen, inflationstreibend und verhindere jede mengenmässige Einsparung.

Daher müsse die Politik der Auslandsverschuldung einer Art von Verhaltenskodex unterliegen. In erster Linie dürfe nach dem Dafürhalten der Gruppe die Kreditaufnahme, vor allem wenn sie in Fremdwährung erfolgt, im Höchstfall die jährliche Erhöhung der Erdölrechnung kompensieren und nicht etwa ein Defizit in laufender Rechnung, das auf einem Mangel an Wettbewerbsfähigkeit der Wirtschaft als Ganzes beruhe. Zweitens dürfe die Auslandsverschuldung nicht als Alibi für den Verzicht auf eine Anpassungspolitik dienen. Diese Politik, die, wie oben erwähnt, nur langfristig angelegt sein kann, muss auf eine Ausweitung der Exporte, eine Verbesserung der realen Austauschverhältnisse und auf Energieeinsparung zielen. Ausserdem sei es nicht anormal, dass sich die europäischen Länder angesichts ihres Wohlstandes im Ausland zur Finanzierung von langfristigen Krediten an die übrigen und insbesondere weniger reichen Länder verschulden. Andererseits sei festgestellt worden, dass einige Länder der Europäischen Gemeinschaft Kapital an den Märkten anderer EG-Länder (insbesondere in Deutschland) aufgenommen hätten, die selbst Aussenwirtschaftsdefizite verzeichneten. Diese innergemeinschaftlichen Kapitalbewegungen, die freilich sehr schwer zu quantifizieren seien, seien nicht Gegenstand einer Konzertation gewesen.

Die wirtschaftliche Entwicklung habe dazu geführt, dass in den meisten Ländern der Europäischen Gemeinschaft ein Aussenwirtschaftsdefizit Hand in Hand mit hohen öffentlichen Haushaltsdefiziten gehe; es komme daher häufig vor, dass der Staat die Finanzierung des öffentlichen Sektors mit Massnahmen zur Stützung der Zahlungsbilanz kombiniere. Einige Länder, z.B. Irland, hätten auf die Auslandsverschuldung zurückgegriffen, um eine das Leistungsbilanzdefizit übersteigende Deckungslücke im Haushalt zu finanzieren. In anderen Ländern hat der Staat selbst oder über öffentliche Unternehmen, indem er diesen Garantien gab, Auslandskredite zur Finanzierung des Leistungsbilanzdefizits aufgenommen, wenngleich die Haushaltsdefizite gering waren; Frankreich sei ein solcher Fall.

Im Rahmen ihrer Verschuldungspolitik hätten die nationalen Behörden zu wählen zwischen einer Kreditaufnahme in Landeswährung und einer Kreditaufnahme in Fremdwährung. Die Kreditaufnahme in heimischer Währung werde in ihrer reinsten Form in den Niederlanden betrieben, wo

der Staat sein Haushaltsdefizit ausschliesslich am inländischen Kapitalmarkt finanziere. In diesem Fall komme dem Zinsniveau in vollem Umfang die Rolle des Anpassungsmechanismus zu. Einen ähnlich gelagerten Fall stelle die Bundesrepublik Deutschland dar, wo freilich der Staat dank eines aktiven Euro-DM-Marktes insbesondere seit 1980 ergänzend Auslandskredite in heimischer Währung aufgenommen habe. Man könne annehmen, dass die Präsenz des Staates an den Euromärkten die Kapitalaufnahme zu einem etwas niedrigeren Zinssatz ermögliche, als wenn der Staat überhaupt nicht interveniere oder allein private Stellen am Euromarkt Kredit aufnehmen.

In allen anderen Ländern erfolge die Kreditaufnahme im Ausland in der Hauptsache in Fremdwährungen. Der Umtausch des Erlöses dieser Kreditaufnahmen in die Landeswährung bewirke tendenziell eine Abschwächung der Inlandszinsen oder verhindere deren Ansteigen. Insbesondere in bezug auf letzteren Fall kann man sich fragen, welche Risiken die Politik der Auslandsverschuldung für die Geldmengensteuerung beinhalte. Nur ein Land, Dänemark, habe beide Politiken völlig voneinander getrennt, doch sei in den anderen Ländern die in den letzten Jahren praktizierte Politik der Auslandsverschuldung im allgemeinen den geldpolitischen Zielsetzungen nicht zuwidergelaufen. Kritik zu dieser oder jener Geldpolitik müsste bei deren allgemeinen Ausrichtung ansetzen und nicht gesondert auf die Praktik der Kreditaufnahme im Ausland zielen.

Als Fazit lasse sich demnach festhalten, dass die Politik der Auslandsverschuldung bisher zu keinen nennenswerten Schwierigkeiten innerhalb der Gemeinschaft geführt habe. Gleichwohl beinhalte sie gewisse Risiken; insbesondere verführe sie dazu, auf Auslandskredite zurückzugreifen, um der Geldpolitik etwas von ihrer Schärfe zu nehmen. Da die an den Auslandsmärkten aufgenommenen Kredite im Unterschied zu Ziehungen auf den IWF oder Gemeinschaftsanleihen keiner Konditionalität unterlägen, sei es angezeigt, einen Verhaltenskodex einzuhalten, der in Grundzügen oben wiedergegeben wurde. Der Ausschuss der Zentralbankpräsidenten könnte sich daher von dem Wunsch leiten lassen, die Entwicklung der Auslandsverschuldung der Mitgliedsländer periodisch zu verfolgen, und wenn dem so wäre, könnte die Gruppe in ihrem nächsten halbjährlichen Bericht über die aktuelle Geldpolitik zu diesem Thema einen Abschnitt einfügen.

B. Diskussion des Ausschusses

Der Vorsitzende beglückwünscht im Namen des Ausschusses Herrn Raymond und seine Gruppe zu dieser sehr interessanten und fundierten Ausarbeitung.

Herr Lamfalussy zitiert die auf Seite 4 des Berichts enthaltene Feststellung, wonach "unter den gegenwärtigen Umständen sich die EWG-Länder die erforderlichen Mittel auf dem Wege der Kreditaufnahme beschaffen müssen, was darauf hinausläuft, dass einige von ihnen als Finanzvermittler hauptsächlich zwischen den erdölproduzierenden Ländern und den Entwicklungsländern auftreten". Diese Feststellung, die völlig richtig sei, sollte als Basis für weitere Ueberlegungen dienen. Eine Gesamtsicht der Kreditvermittlungstätigkeit der europäischen Länder für die OPEC auf der einen Seite und den ölimportierenden Entwicklungsländern auf der anderen Seite führe zu der Ueberlegung, dass unsere Länder für das internationale Allgemeinwohl tätig wurden und die Entwicklungsländer ohne diese Vermittlung möglicherweise Schwierigkeiten gehabt hätten, die zur Finanzierung ihrer Defizite benötigten Mittel zu finden, was seinerseits die Weltwirtschaft als Ganzes in Mitleidenschaft hätte ziehen können. Es gebe jedoch auch eine Kehrseite der Medaille: indem man den OPEC-Ländern sichere und attraktivere Finanzanlagen anbiete, verleite man sie dazu, sich selbst nicht um direkte Finanzierungsverfahren zugunsten der Entwicklungsländer zu bemühen. Geht man von der Annahme aus, dass unsere Länder diese Kreditvermittlungserolle zu spielen haben (was eine zwangsläufige Schlussfolgerung zu sein scheine), so müsse auch geprüft werden, welche Art der Kreditaufnahme bei den OPEC-Ländern die beste oder die am wenigsten nachteilige sei. In der Tat zeigten die von der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich zusammengestellten Euromarktstatistiken, dass die OPEC-Länder relativ wenig Fremdwährungseinlagen bei den Banken der westlichen Länder und insbesondere beim Bankensystem der EG-Länder tätigten. Deshalb hätten sich diese Banken häufig veranlasst gesehen, Kredite in ihrer eigenen Währung an das Ausland und insbesondere an die Entwicklungsländer zu gewähren. Unter dem Gesichtspunkt des Gleichgewichts und der Sicherheit des Bankensystems sei dies vielleicht eine bessere Lösung, als Fremdwährungsgelder entgegenzunehmen und diese als Fremdwährungen weiterzuleihen. Herr Lamfalussy regt daher Herrn Raymond gegenüber an, in einem Anhang oder als ergänzende Studie die vorab angesprochenen Fragen zu untersuchen.

Der Vorsitzende hält einige Themen des Berichts für sehr interessant. So sei beispielsweise in Kapitel I (Seite 4 unten) gesagt, dass "die Kreditaufnahme im Ausland zur Deckung von Kapitalabflüssen, die auf ungünstige Zinsgefälle und auf Wechselkurserwartungen im Zusammenhang mit der grundlegenden Wirtschaftssituation zurückzuführen sind, nicht angezeigt ist". Diese Feststellung decke sich mit jener des Ausschussberichts über die amerikanischen Zinsen; das Kapitel II mache deutlich, dass bei einer Verschuldung in Landeswährung der Zins sich nach Angebot und Nachfrage bestimme, während "durch amtliche Kreditaufnahmen in Fremdwährungen sich die Zinssätze am Inlandsmarkt niedriger halten lassen, als wenn ein Land Verbindlichkeiten in der eigenen Währung einginge". Zu der in Kapitel III behandelten Wechselwirkung zwischen offizieller Kreditaufnahme einerseits und der Geldpolitik andererseits sei die Feststellung interessant, dass dieses Verfahren zu keinen grösseren Konflikten geführt habe, was möglicherweise auch auf die Hinzuziehung der Notenbank zu den Beschlüssen über Kreditaufnahmen im Ausland zurückzuführen sei. Das Kapitel IV schliesslich behandle die Auswirkungen der öffentlichen Kreditaufnahme im Ausland auf die innergemeinschaftlichen Beziehungen und das Europäische Währungssystem.

Herr Gleske erklärt, dass in einem Land wie Deutschland, wo Freizügigkeit im Kapitalverkehr mit dem Ausland bestehe, die Kreditaufnahme im Ausland es nicht möglich mache, die Zinsen auf einem niedrigeren Niveau zu halten. Ein gegenüber dem Ausland zu niedriges Niveau löse vielmehr Kapitalexporte aus, die jede Tendenz zu niedrigeren Zinsen umkehren können. Die deutsche Regierung habe sich 1980 in Höhe von DM 21 Mrd. im Ausland verschuldet, das seien zwei Drittel des Leistungsbilanzdefizits gewesen, und doch habe sich dadurch ein Zinsanstieg im langfristigen Sektor des Marktes nicht verhindern lassen.

Herr de la Genière erklärt, dass in Frankreich die Auslandsverschuldung mangels eines ausreichend entwickelten Euro-Franc-Marktes in Fremdwährungen erfolge. Die beiden Hauptkriterien, die für die langfristige Auslandsverschuldung massgeblich sind, seien als erstes das Leistungsbilanzdefizit (wenn ein solches besteht) und als zweites der Finanzierungsbedarf der Unternehmen; in der Tat vermeide es nach Möglichkeit der französische Staat hauptsächlich aus politischen Gründen, Kredite im Ausland aufzunehmen, und überlasse dies vielmehr der produzierenden Wirtschaft und den Banken sowohl des staatlichen wie auch des privaten Sektors. Bis zum ersten Oelpreisschub sei die Kreditaufnahme im Ausland

relativ begrenzt gewesen. Da damals ein Leistungsbilanzdefizit nicht bestanden habe, sei das einzige Kriterium der sehr hohe Finanzierungsbedarf der französischen Grossunternehmen gewesen, und die Wahl des Kreditmarkts (französischer oder internationaler Finanzmarkt) sei weitgehend durch die zum Zeitpunkt des Kreditaufnahmebeschlusses bestehenden Zinsrelationen bestimmt worden. Nach dem ersten und dem zweiten Oelpreisschub hätte sich die Auslandsverschuldung stark entwickelt, bedingt durch die Notwendigkeit, das hohe Leistungsbilanzdefizit finanzieren zu müssen. 1980 hätten sich das Leistungsbilanzdefizit und die langfristige Kreditaufnahme des produzierenden Gewerbes in etwa entsprochen, doch sehe die Relation wenig günstig aus, wenn man der Kreditaufnahme die von Frankreich an das Ausland gewährten mittel- und langfristigen Ausleihungen gegenüberstelle. Verfahre man derart (was umstritten sein kann), so stelle man letztlich fest, dass das gesamte Defizit in laufender Rechnung nur durch die kurzfristigen Kapitalzuflüsse finanziert worden sei. Eine Steigerung der Kreditaufnahme Frankreichs im Ausland sei daher wünschenswert und dürfte 1981 auch stattfinden.

Herr de Strycker dankt als erstes Herrn Raymond und seiner Gruppe für ihren sehr interessanten Bericht, der ein Thema behandle, das in letzter Zeit zunehmend an Bedeutung gewonnen habe und zweifellos die Aufmerksamkeit des Ausschusses verdiene. Er heisse den Vorschlag von Herrn Raymond gut, dieses Problem in dem halbjährlichen Ueberblick über die Geldpolitik weiter zu verfolgen, und es wäre daher zu begrüssen, dass die dem vorliegenden Bericht beigefügten Statistiken weitergeführt werden könnten. Belgien zähle zu den Ländern, die am stärksten auf eine Kreditaufnahme im Ausland zurückgreifen, hauptsächlich zur Finanzierung des öffentlichen Defizits, das am inländischen Kapitalmarkt nicht gedeckt werden könne; gleichzeitig hätte diese Kreditaufnahme es ermöglicht, einen grossen Teil des Leistungsbilanzdefizits abzudecken. Es sei bedauerlich, dass Belgien gezwungen war und noch ist, in derart starkem Umfang und so regelmässig Auslandskredite aufzunehmen, doch werde, wie der Bericht hervorhebe, der notwendige Ausgleich der öffentlichen Finanzen und der Zahlungsbilanz noch einige Zeit in Anspruch nehmen.

Zu der Frage, ob eine Kreditaufnahme im Ausland die Zinspolitik schwächen und damit den restriktiven Kurs der Geldpolitik unterlaufen könne, sei zu bemerken, dass die Zinsen in Belgien in den vergangenen Jahren, insbesondere gemessen an der Inflationsrate, sehr hoch waren, so

dass der Realzins derzeit einer der höchsten der Welt sei und bei weitem ausreiche, um das Sparaufkommen im Inland zu absorbieren. Andererseits hätte ein noch höherer Zins nur zusätzliche kurzfristige Kapitalimporte ausgelöst. Das derzeitige belgische Zinsniveau habe bereits zu sehr umfangreichen kurzfristigen Kapitalzuflüssen geführt; soweit diese einen Beitrag zur Finanzierung des öffentlichen Defizits geleistet hätten, stehe die Finanzierung auf äusserst unsicherem Boden, denn Zinsdifferenzen könnten jederzeit eine Umkehr der Kapitalströme bewirken. Ein noch stärkeres Ansteigen der Zinsen im Inland bedeute daher nicht zwangsläufig, dass das Defizit der öffentlichen Haushalte in noch grösserem Umfang innenfinanziert werden könne; dem Anstieg der Zinssätze scheine vielmehr eine gewisse Grenze gesetzt, bei deren Uebersteigen entgegengesetzte Effekte, wie man sie in Belgien habe feststellen können, entstehen könnten.

Herr Ciampi äussert sich anerkennend zu der interessanten Arbeit der Gruppe. Zur italienischen Situation teilt er mit, dass das hohe Leistungsbilanzdefizit teilweise durch Entnahme aus den Reserven und teilweise durch Auslandskredite abgedeckt würde. Was die Form dieser Verschuldung angehe, so sei unter den gegenwärtigen Umständen eine Kreditaufnahme des öffentlichen Sektors einem Zustrom kurzfristiger Auslandsmittel über die Banken vorzuziehen. Der letztgenannte Weg sei 1980 gegangen worden, doch hätten die Behörden seit Januar 1981 Massnahmen getroffen, die dieser Art von Finanzierung durch eine gewisse Einschränkung der Importfinanzierung entgegenwirkten. Im laufenden Jahr werde Italien demnach an den internationalen Märkten für mittel- und langfristige Kapitalien stärker präsent sein als 1980; der Kapitalverkehr, der im wesentlichen der Finanzierung öffentlicher Investitionen diene, werde dadurch weniger unberechenbar und könne leichter von den Währungsbehörden kontrolliert werden. Im Notfall könne der Liraerlös dieser Kreditaufnahmen bei der Notenbank stillgelegt werden. Was die übrigen Teile des Berichts angehe, so werde aus diesen wohl deutlich, dass eine enge Koordinierung der Aussenverschuldungspolitik in der Gemeinschaft unter der Voraussetzung nicht erforderlich sei, dass in jedem Land die Politik der Auslandsverschuldung mit der Geldpolitik vereinbar sei. Eine Koordinierung der geldpolitischen Zielsetzungen innerhalb der Gemeinschaft zöge damit automatisch die Koordinierung der Auslandsverschuldungspolitik nach sich. In Anbetracht des Zusammenhangs, der zwischen diesen Politiken und dem Wechselkurs bestehe, erscheine es wünschenswert, die Entwicklung im Bereich der

Auslandsverschuldung und die Auswirkungen dieser Transaktionen auf die übrigen politischen Bereiche aus nächster Nähe zu verfolgen.

Herr Zjilstra ist der Meinung, dass die Auslandsverschuldung ein politisches Risiko insofern enthalte, als die Erschliessung einer zusätzlichen Kapitalquelle neben den herkömmlichen Ressourcen (Steueraufkommen, inländische Ersparnisbildung), aus der man beliebig schöpfen könne, bei den Politikern leicht zu einer Schwächung des Widerstandes gegen ein noch stärkeres Anwachsen des öffentlichen Finanzierungsdefizits führe. Dies sei der Grund, weshalb die Niederlande diesen Weg nach Möglichkeit zu vermeiden trachten. Ueberdies wären Auslandskredite teurer als die Kreditaufnahme im Inland (wo der Kapitalmarktzins gegenwärtig rund 11 1/2% betrage); ausserdem ermöglichten sie nicht die Senkung der Inlandszinsen. In der Tat würde die Ankündigung der niederländischen Regierung, im Ausland Kredit aufnehmen zu wollen, das Vertrauen in die niederländische Wirtschaft stark erschüttern, so dass spontane Kapitalzuflüsse, die sich gegenwärtig auf mehrere Milliarden Gulden jährlich beliefen, sofort versiegen würden. Eine offizielle Kreditaufnahme im Ausland würde daher eher zu einer zunehmenden und nicht abnehmenden Zinslast führen.

Herr Zolotas beglückwünscht zunächst Herrn Raymond und seine Gruppe für ihren wertvollen Bericht und fährt dann fort, dass die gegenwärtige Lage durch das Zusammenwirken mehrerer ungünstiger Faktoren besonders kompliziert sei: die Preissteigerungen bei Erdöl, auf denen die Ueberschüsse der OPEC beruhten, das sehr hohe Zinsniveau in Amerika und damit die Kurssteigerungen des US-Dollars sowie das Ausmass der öffentlichen Defizite. Diese Faktoren führten zu einer Ausweitung der Leistungsbilanzdefizite nicht nur der Industrieländer, sondern auch der Länder der dritten Welt. Auf der anderen Seite stelle die offizielle Kreditaufnahme im Ausland keine Lösung zu diesem Problem dar, sondern erhöhe vielmehr die Gefahr, dass sich ein Teufelskreis in Gang setze. Man müsse daher über die Möglichkeiten einer Anpassungspolitik nachdenken, wobei man sich der Auswirkungen bewusst sein müsse, die eine solche, von den Industrieländern eingeleitete Anpassungspolitik für die Länder der dritten Welt haben könne. Der erste Teilbereich betreffe die Ueberschüsse der OPEC-Länder. Die gegenwärtige Situation, die von einer tendenziellen Abschwächung des Oelpreises gekennzeichnet sei, sei vielleicht günstig für den Versuch, mit den erdölproduzierenden Ländern zu einer Vereinbarung zu gelangen, um weitere Oelpreisschübe zu vermeiden. Als weiteres erforderten die durch

den Anstieg der US-Zinsen und die Höherbewertung des US-Dollars entstandenen Probleme eine Lösung; ebenso die Probleme im Zusammenhang mit den öffentlichen Defiziten, deren Verringerung sehr wünschenswert sei. Im Lichte dieser Ueberlegungen wäre es angezeigt, dass die Raymond-Gruppe den verschiedenen Optionen einer Anpassungspolitik weiter nachgehe.

Ueber die von Griechenland zur Bewältigung seiner Leistungsbilanzprobleme eingeschlagene Politik sei zu sagen, dass das Leistungsbilanzdefizit seines Landes von US-\$ 950 Mio. im Jahre 1978 auf US-\$ 2,2 Mrd. im Jahre 1980 gestiegen sei und 1981 nach den jüngsten Schätzungen US-\$ 2,5 Mrd. erreichen könnte. Diese Verschlechterung beruhe zur Gänze auf der Verteuerung des Erdöls; in der Tat sei der Wert der Erdöleinfuhren von US-\$ 950 Mio. im Jahre 1978 auf US-\$ 2,6 Mrd. im Jahre 1980 gestiegen und dürfte sich 1981 auf US-\$ 3,2 Mrd. belaufen. Bei Ausklammerung der Erdöleinfuhren habe sich demnach die griechische Leistungsbilanz von 1978 bis 1981 um rund US-\$ 1 Mrd. verbessert, und dies trotz weltweit ungünstiger Rahmenbedingungen und - infolge des weltweiten Zinsanstiegs - einer Zunahme des Schuldendienstes um US-\$ 200 bis 250 Mio. Diese Anpassung sei freilich zu Lasten des realen Wirtschaftswachstums gegangen, doch sei klar, dass sich der Anpassungsprozess fortsetzen müsse, bedenke man das immer noch hohe Leistungsbilanzdefizit, selbst wenn man die besondere Lage Griechenlands in Rechnung stelle. In der Tat werde dieses Defizit weitgehend durch Devisenzugänge von im Ausland ansässigen Griechen abgedeckt. Ueber vier Fünftel des Defizits in laufender Rechnung seien auf diese Weise vor der Krise von 1978 finanziert worden, und in den letzten beiden Jahren hätten die Leistungsbilanzdefizite dadurch immer noch zu etwa 75% abgedeckt werden können.

Herr Hoffmeyer beglückwünscht die Autoren des Berichts zu ihrer Arbeit von hohem Niveau. Die dänische Erfahrung auf dem Gebiet der offiziellen Kreditaufnahme im Ausland zeige, dass die langfristigen Zinsen in einem solchen Fall niedriger liegen, unabhängig davon, in welcher Währung man sich verschulde. Lange Zeit hätten die dänischen Behörden "spontane Kapitalbewegungen", d.h. sich an den Marktgegebenheiten orientierende Kapitaleinfuhren gefördert. Dieser Finanzierungsmodus habe in der Regel zu keinen Problemen geführt, und die ausländischen Banken hätten den dänischen Unternehmen reichlich Kredite angeboten; diese Lösung habe sich jedoch als zu einfach erwiesen, so dass es richtiger erschien, dass die Regierung ihrer Verantwortung nachkomme und im Ausland die nötigen

Mittel zur Finanzierung des Leistungsbilanzdefizits aufnehmen. Um jedoch zu verhindern, dass eine Mobilisierung von Auslandsgeldern seitens der Regierung die Haushaltspolitik aufweiche, sei man übereingekommen, diese Gelder bei der Notenbank stillzulegen.

Zu dem mit einer Kreditaufnahme im Ausland verbundenen Wechselkursrisiko meint Herr Hoffmeyer, dass man nicht nur die Position des Schuldners, sondern auch jene des Gläubigers bedenken müsse. Verschulde man sich in seiner eigenen Währung, dann trage der Gläubiger das Wechselkursrisiko, der seinerseits darum bemüht sei, diese Aktiva loszuwerden, wenn ihm das Wechselkursrisiko als zu gross erscheine. Dänemark habe diesbezüglich einige Erfahrungen gemacht, die die These erhärteten, dass die Verschuldung in heimischer Währung Stabilitätsrisiken beinhalte.

Herr Murray rätselt über die Bedeutung und Tragweite der im letzten Absatz auf Seite 11 des Berichts enthaltenen Darlegungen, wo gesagt werde, dass es "angesichts des anhaltenden und umfangreichen Bedarfs an Auslandskrediten zur Deckung der Defizite der EWG-Länder nützlich sein könnte, die Strategien der einzelnen Länder hinsichtlich der Kreditaufnahme im Ausland besser zu koordinieren". Diese Ueberlegungen bedürften einer Klarstellung hinsichtlich des Gegenstands einer solchen besseren Koordinierung. Der darauffolgende Satz (Verstärkung der Effizienz der gesamten Kreditaufnahme im Ausland) lasse nämlich vermuten, dass die Autoren des Berichts an den operationellen Aspekt der Kreditaufnahme gedacht hätten; eine solche Koordinierung scheine indes nicht notwendig zu sein, denn die Mitgliedsländer seien selbst in der Lage, die für ihre Kreditaufnahme geeigneten Formen und Quellen zu wählen. Betrachtet man die Politik der Kreditaufnahme im Ausland als solche (auf die der vorhergehende Satz Bezug nehme, wenn er sage, dass "die Einführung einer gemeinschaftlichen Kreditaufnahmepolitik die Gefahr in sich berge, die nationale Autonomie zu beschneiden"), so ist hierzu zu sagen, dass der Kreditbedarf in einem gewissen Umfang sich aus der Haushalts-, der Geld- und der Einkommenspolitik ergebe, deren Koordinierung innerhalb der Gemeinschaft noch nicht in ausreichendem Mass gegeben sei. Man könne sich daher fragen, ob hinter der Idee einer besseren Koordinierung der Auslandsverschuldungspolitik oder, anders ausgedrückt, der Mittel zum Ausgleich des Leistungsbilanzdefizits - des Defizits, das die anderen Bereiche der Wirtschaftspolitik nicht haben beseitigen können - nicht die Zielsetzung stehe, auf anderem Wege zu einer verbesserten Konvergenz der Wirtschaftspolitik der

einzelnen Länder zu gelangen. Treffe dies zu, so stellten sich Zweifel ein, ob dieser Ansatz bessere Ergebnisse als die früheren zur Konvergenz ausgesprochenen Empfehlungen zeitige.

Eine Vertiefung der in dem genannten Absatz enthaltenen Gedanken dränge sich um so mehr auf, als dieser Bericht möglicherweise den Mitgliedern des Währungsausschusses zugehe, weshalb es vorsichtshalber ratsam wäre, jeder Zentralbank die Möglichkeit zu geben, am Text noch Klarstellungen anzubringen. Dieser Wunsch bedeute jedoch nicht, dass er nicht dafür sei, im Ausschuss der Zentralbankpräsidenten periodisch "die Auswirkungen der jeweiligen Politik der Auslandsverschuldung auf die Funktionsweise des EWS und auf die Geldpolitik" zu überprüfen.

Der Vorsitzende erklärt, dass Herrn Murrays Einlassung die Frage aufgeworfen habe, welche Stellung dem Sonderbericht der Expertengruppe zukomme; man müsse entscheiden, ob dieser Bericht wie die anderen Berichte der Gruppe dem Währungsausschuss zu übermitteln sei. Die Tatsache, dass dieser von den Arbeiten der Gruppe Kenntnis habe, der Wert des Berichts und das Interesse der Zentralbankpräsidenten an diesem Thema, das die Mitglieder des Währungsausschusses teilen dürften, sprächen zugunsten einer Uebermittlung des Berichts an den Währungsausschuss. Wie üblich würden die Zentralbanken noch die Möglichkeit haben, sich zu dieser oder jener Stelle im Bericht wie etwa jener, die Herr Murray genannt habe, zu äussern. Diesbezüglich sei anzumerken, dass die Gouverneure offensichtlich ihre Politik der Auslandsverschuldung als solche nicht koordinieren könnten; gleichwohl wäre es angezeigt, in regelmässigen Abständen Informationen und Ansichten über die aktuelle und zukünftige Entwicklung in diesem Bereich auszutauschen. Daher die Frage, ob der Ausschuss damit einverstanden sei.

Herr Jaans räumt ein, dass der Bericht ausgezeichnet sei, doch habe die Diskussion gezeigt, dass sich die Gouverneure doch recht nuanciert zu Prinzip und Verfahren der Auslandsverschuldung geäussert hätten. Der Bericht sei auch etwas zu beschwichtigend, in dem Sinne, dass er die Gefahren der jetzigen Politik zu unterschätzen scheine; würde er daher in seiner jetzigen Fassung an die Mitglieder des Währungsausschusses weitergeleitet werden, dann könnten die Vertreter der Finanzministerien darin nur eine Bestätigung ihrer Ansichten sehen.

Der Vorsitzende erklärt, dass der Ausschuss zwei Möglichkeiten habe: er könne den Bericht im schriftlichen Verfahren bereinigen oder in

der nächsten Sitzung des Ausschusses eine revidierte Fassung prüfen, auf der Basis von Kommentaren, die die Zentralbanken bis Ende Juli vorbringen könnten. Er selbst sei für die zweite, vorsichtigere Formel.

Herr Murray erklärt unter Bezugnahme auf seine Bemerkung über den letzten Absatz auf Seite 11, dass man die Revision dieser Stelle dem Sekretariat überlassen könne, da andernfalls die Zentralbanken entgegengesetzte Abänderungsvorschläge vorbringen könnten, was das Sekretariat vor eine schwierige Wahl stellen würde.

Herr Zolotas wünscht, dass das Problem der Anpassung bei der Revision des Berichts vertieft würde, denn diese Frage sei im vorliegenden Bericht nicht eingehend behandelt.

Der Vorsitzende hält es nicht für möglich, im nachhinein noch grundsätzliche Fragen wie die des Anpassungsproblems einzufügen, eine Frage, die natürlich bei anderer Gelegenheit für sich behandelt werden könne.

Herr Gleske erklärt unter Bezugnahme auf die Äusserung von Herrn Zjilstra, dass ein zu leichter Zugang zu den Auslandsmärkten Einfluss auf die Ausgabeneigung der öffentlichen Hände habe, der deutsche Finanzminister habe feststellen müssen, dass die Kreditaufnahme in Ausland doch teuer sei; in der Tat würden die Zinszahlungen auf die Auslandsschuld im Gegensatz zu jenen auf die inländische Staatsschuld nicht versteuert, so dass der Rückgriff auf eine Kreditaufnahme im Ausland zu Steuerausfällen führe.

Herr Boyer de la Giroday entschuldigt die Abwesenheit der Herren Ortoli und Padoa-Schioppa mit den Vorbereitungsarbeiten für den Weltwirtschaftsgipfel in Ottawa. Zum Bericht der Expertengruppe bemerkt er insbesondere, dass der Bericht hinsichtlich der Dauer und Stärke der Oelkrise eine pessimistischere Sicht einnehme als andere Publikationen; Erfolge bei der Energieeinsparung im Produktionsprozess, die Entdeckung neuer Oelvorkommen im Nahen Osten und andernorts und die Haltung Saudi-Arabiens gegenüber der Erdölproduktion liessen indes die Schlussfolgerung zu, dass das Erdölproblem gegenwärtig etwas weniger pessimistisch betrachtet werden muss als zum Zeitpunkt des zweiten Erdölschocks.

Der Vorsitzende schliesst die Diskussion mit dem Dank der Zentralbankpräsidenten und der Stellvertreter an Herrn Raymond und seine Gruppe für den interessanten Bericht. Er stellt das Einverständnis des Ausschusses fest:

- dass der Bericht leicht abgeändert wird, um einerseits den in der Sitzung vorgebrachten Äusserungen und andererseits etwaigen Abänderungsvorschlägen der Zentralbanken zum gegenwärtigen Text Rechnung zu tragen. Diese Vorschläge sollten dem Vorsitzenden der Gruppe und dem Sekretariat bis spätestens Ende Juli zugehen; das Sekretariat wird eine revidierte Fassung des Berichts erstellen, die auf der nächsten Sitzung des Ausschusses im September gebilligt und unmittelbar danach dem Währungsausschuss übermittelt werden könnte;
- dass die Gruppe im Rahmen ihrer halbjährlichen Berichte die Entwicklung auf dem Gebiet der Auslandsverschuldung weiter eingehend verfolgt; in diesem Zusammenhang könnte sie auch die Beobachtung von Herrn Lamfalussy über die Rolle der EG-Länder als Vermittler von Finanzierungsmitteln zugunsten anderer Länder aufgreifen.

V. Weitere Fragen innerhalb der Zuständigkeit des Ausschusses

Der Vorsitzende teilt dem Ausschuss mit, dass die Finanzminister auf dem ihrer letzten Ratstagung vorangegangenen Essen übereingekommen seien, am 30. und 31. Oktober 1981 eine informelle Sitzung in London abzuhalten. Dabei sei eine mögliche Teilnahme der Notenbankgouverneure zur Sprache gekommen, eine Teilnahme, die natürlich von der Tagesordnung dieser informellen Sitzung abhängt. Der Vorsitzende meint, dass man im Falle einer Teilnahme der Gouverneure die Gelegenheit wahrnehmen sollte, am Rande des informellen Ministertreffens eine Sitzung des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten abzuhalten.

Im Anschluss an Einlassungen seitens der Herren Pöhl, Ciampi und Murray beschliessen die Zentralbankpräsidenten, auf diese Frage zurückzukommen, sobald die Tagesordnung der erwähnten informellen Sitzung bekannt ist.

VI. Zeit und Ort der nächsten Sitzung

Die nächste Sitzung findet am Dienstag, dem 8. September 1981, um 10.00 Uhr in Basel statt.

Ausschuss der Präsidenten
der Zentralbanken der Mitgliedstaaten
der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft

14. Juli 1981

Vertraulich

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

JUNI 1981

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 und in den ersten Julitagen 1981.

I. ENTWICKLUNG DER WECHSELKURSE

Die Devisenmärkte waren im Juni durch eine weitere Befestigung des US-Dollars und eine uneinheitlich verlaufende Kursentwicklung der EWS-Währungen gekennzeichnet.

Die Befestigung des US-Dollars trat unter erheblichen Schwankungen ein. Wiederholt kam es im Anschluss an hektische Kurssprünge nach oben zu fast ebenso ausgeprägten Kursrückgängen. Die höchsten Kurse erreichte der Dollar gegen Ende der ersten Juniwoche. Im weiteren Verlauf des Juni konnte dieses Bewertungsniveau zwar nicht ganz gehalten werden, am Monatsultimo lagen die US-Dollar-Kurse der EWS-Währungen aber doch noch im Durchschnitt um rund 3,6% über den Kursen am Vormonatsultimo.

Die Gründe für die weitere Befestigung des US-Dollars dürften in erster Linie in der weiterhin restriktiv geführten Geldpolitik des Federal Reserve System mit anhaltend hohen Zinsen zu sehen sein. Trotz eines verlangsamten Wirtschaftswachstum und der im Mai unter 10% gefallen jährlichen Verbraucherpreis-Steigerungsrate hielt die amerikanische

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

Zentralbank die Geldversorgung knapp. In der Zinsentwicklung kam es dabei im Monatsverlauf zu erheblichen Pendelbewegungen, die zu den oben erwähnten starken Kursausschlägen des US-Dollars führten.

Im EWS-Wechselkursmechanismus ergaben sich in einigen Fällen erhebliche Kursveränderungen. Die Bandbreite zwischen stärkster (D-Mark) und schwächster EWS-Währung (belgischer Franken) belief sich am Anfang des Monats auf 1,70%. Im Verlauf des Monats erhöhte sie sich, bis sie schliesslich in den letzten Junitagen die volle Spanne von 2,25% erreichte.

Eine deutliche Abschwächung erfuhr der belgische Franken. Am 26. Juni und dann erneut am 30. Juni stiess er an den unteren Interventionspunkt gegen D-Mark an und musste in Brüssel durch obligatorische DM-Verkäufe gestützt werden. Vorangegangene intramarginale Interventionen hatten den Kursabfall nicht zu verhindern vermocht. Neben den schon seit Monaten auf dem belgischen Franken lastenden Schwächemomenten (Rückgang der Industrieproduktion, hohe Arbeitslosigkeit, defizitäre Handelsbilanz) wurde die Bewertung im vermehrten Masse von der Diskussion über das Defizit der Staatsfinanzen beeinflusst.

Der französische Franken konnte sich zunächst stark befestigen. Nachdem er noch Ende Mai um rund 1% unter der derzeit festesten EWS-Währung, der D-Mark, gelegen hatte, zog er in den ersten Junitagen so stark im Kurs an, dass er vorübergehend den zweiten Platz im Bewertungsgefüge einnahm. In der Folge, insbesondere nach Abschluss der Regierungsbildung in Frankreich, kam er jedoch erneut etwas unter Druck und lag am Monatsende im EWS-Gefüge wieder auf dem Niveau vom Ende des vorangegangenen Monats.

Die D-Mark konnte sich gegenüber fast allen EWS-Währungen befestigen. Der Anstieg der D-Mark im Bewertungsgefüge fand statt bei einer gleichzeitigen Abschwächung gegenüber dem US-Dollar, einer Abschwächung, die jedoch mit rund 2,9% deutlich niedriger war als diejenige der übrigen EWS-Währungen (durchschnittlich rund 3,5%). Die unterschiedliche Entwicklung ist zum einen auf die spezifische Abschwächung einiger EWS-Währungen, insbesondere des englischen Pfundes und des belgischen Frankens, zurückzuführen, andererseits dürfte sie aber zum Teil auch eine eigenständige Ursache haben, indem hierin vielleicht schon eine gewisse Neueinschätzung der deutschen Situation zum Ausdruck kommt, nachdem die Leistungsbilanz der Bundesrepublik Deutschland im April dieses Jahres eine deutliche Besserung zeigte.

Die italienische Lira hat ihre Position im Bewertungsband unter Schwankungen gehalten. Einem anfänglichen Anstieg auf den oberen Rand des Bandes folgte eine gewisse Abschwächung gegen Mitte des Monats und eine neuerliche Befestigung auf den Ausgangspunkt. Vom Divergenzindikator her betrachtet hat sich die Lira sogar befestigt.

Der holländische Gulden hielt seine Position im oberen Mittelfeld des Gemeinschaftsbandes über den ganzen Monat hindurch konstant aufrecht, während die dänische Krone eine Mittelposition einnahm.

Auch das irische Pfund erfuhr alles in allem keine grossen Veränderungen in seiner Position im Gemeinschaftsband. Es hielt sich im unteren Drittel des Gemeinschaftsbandes, wobei hierfür in etwa die gleichen Interventionsaufwendungen erforderlich waren wie im Vormonat.

Die stärkste Kursveränderung unter den an der Konzertation teilnehmenden Währungen verzeichnete das Pfund Sterling. Gegen US-Dollar schwächte sich sein Kurs um rund 6,4% ab, wohingegen die EWS-Währungen gegen US-Dollar nur einen Rückgang von durchschnittlich 3,1% erfuhren. Die Gründe für die niedrigere Bewertung liegen vor allem in dem Rückgang des Oelpreises, dem bis jetzt relativ niedrigen Zinsniveau und fehlenden Aussichten auf einen Wirtschaftsaufschwung.

Der japanische Yen schwächte sich gegenüber dem US-Dollar um rund 1% ab. Er wies damit eine wesentlich stabilere Verfassung auf als die EWS-Währungen. Entsprechend verteuerte er sich gegenüber den Gemeinschaftswährungen.

Konträr zu der Entwicklung der übrigen Währungen verlief die des Schweizer Frankens. Er befestigte sich gegenüber dem US-Dollar um rund 1,5% und gegenüber den EWS-Währungen sogar um durchschnittlich rund 5,3%. Die Gründe hierfür dürften in der Entwicklung in Grossbritannien und Frankreich liegen. Nachdem diese Länder an Attraktivität für die Anlage internationalen Kapitals verloren haben, scheint die Schweiz wieder vermehrt als Geldanlageplatz gewählt zu werden. Unterstützt wurde diese Entwicklung durch das für Schweizer Verhältnisse relativ hohe Schweizer Zinsniveau.

Die norwegische Krone schwächte sich gegenüber dem US-Dollar um rund 4,6% und gegenüber den EWS-Währungen im Durchschnitt um rund 1,2% ab.

Die schwedische Krone konnte sich demgegenüber mit einer Abschwächung von rund 3,0% gegenüber dem US-Dollar etwas besser halten. Gegenüber den EWS-Währungen konnte sie sich sogar um rund 0,5% befestigen. Anders als die meisten anderen an der Konzertation beteiligten Zentralbanken trat die Schwedische Reichsbank zudem im Juni - wenn auch nur in geringem Umfang - als Käufer von US-Dollar auf.

Die griechische Drachme verlor rund 2,8% gegenüber dem US-Dollar und veränderte sich nur wenig gegenüber den EWS-Währungen.

Nach schwächerem Kursverlauf Anfang Juni befestigte sich der kanadische Dollar wieder und lag am Monatsende auf nahezu dem gleichen Niveau wie einen Monat vorher. Gegenüber den EWS-Währungen befestigte er sich dadurch um rund 3,7%. Für die Kursbefestigung war vornehmlich die Konversion von Auslandskrediten kanadischer Gebietsansässiger ursächlich.

II. INTERVENTIONEN IN US-DOLLAR

Die Interventionen in US-Dollar waren im Juni erheblich kleiner als im Vormonat. Insgesamt wurden per saldo nur US-\$ 1,4 Mrd. verkauft nach US-\$ 4,9 Mrd. im Vormonat. Die Bruttoverkäufe beliefen sich auf US-\$ 3,0 Mrd. (gegenüber US-\$ 5,9 Mrd. im Mai), wohingegen die Bruttokäufe US-\$ 1,6 Mrd. ausmachten (nach US-\$ 1,0 Mrd. im Vormonat). Die grössten Interventionsumsätze wurden von der Bank von England und der Bank von Italien getätigt, die in beiden Richtungen intervenierten. Von den Nettodollarverkäufen entfielen die grössten Beträge auf die Bank von England, die Belgische Nationalbank, die Deutsche Bundesbank und die Zentralbank von Irland.

Wie in den Vormonaten nahm die Federal Reserve Bank auch im Juni keine Interventionen am Markt vor.

III. INTERVENTIONEN IN GEMEINSCHAFTSWÄHRUNGEN

Die Interventionen in Gemeinschaftswährungen beliefen sich umgerechnet auf insgesamt US-\$ 0,8 Mrd. Sie waren damit erheblich niedriger als im Vormonat (US-\$ 5,4 Mrd.), als der französische Franken gegen D-Mark am Interventionspunkt gestützt werden musste. Auch im Berichtsmonat fanden die Interventionen in erster Linie gegen D-Mark statt, entfielen

aber nur in Höhe von US-\$ 0,1 Mrd. auf obligatorische Interventionen, und zwar gegen belgische Franken. In Höhe von US-\$ 0,4 bzw. 0,3 Mrd. handelte es sich um intramarginale Interventionen, und zwar Käufe und Verkäufe von D-Mark, vorgenommen von den Zentralbanken Frankreichs, Belgiens und der Niederlande.

* * *

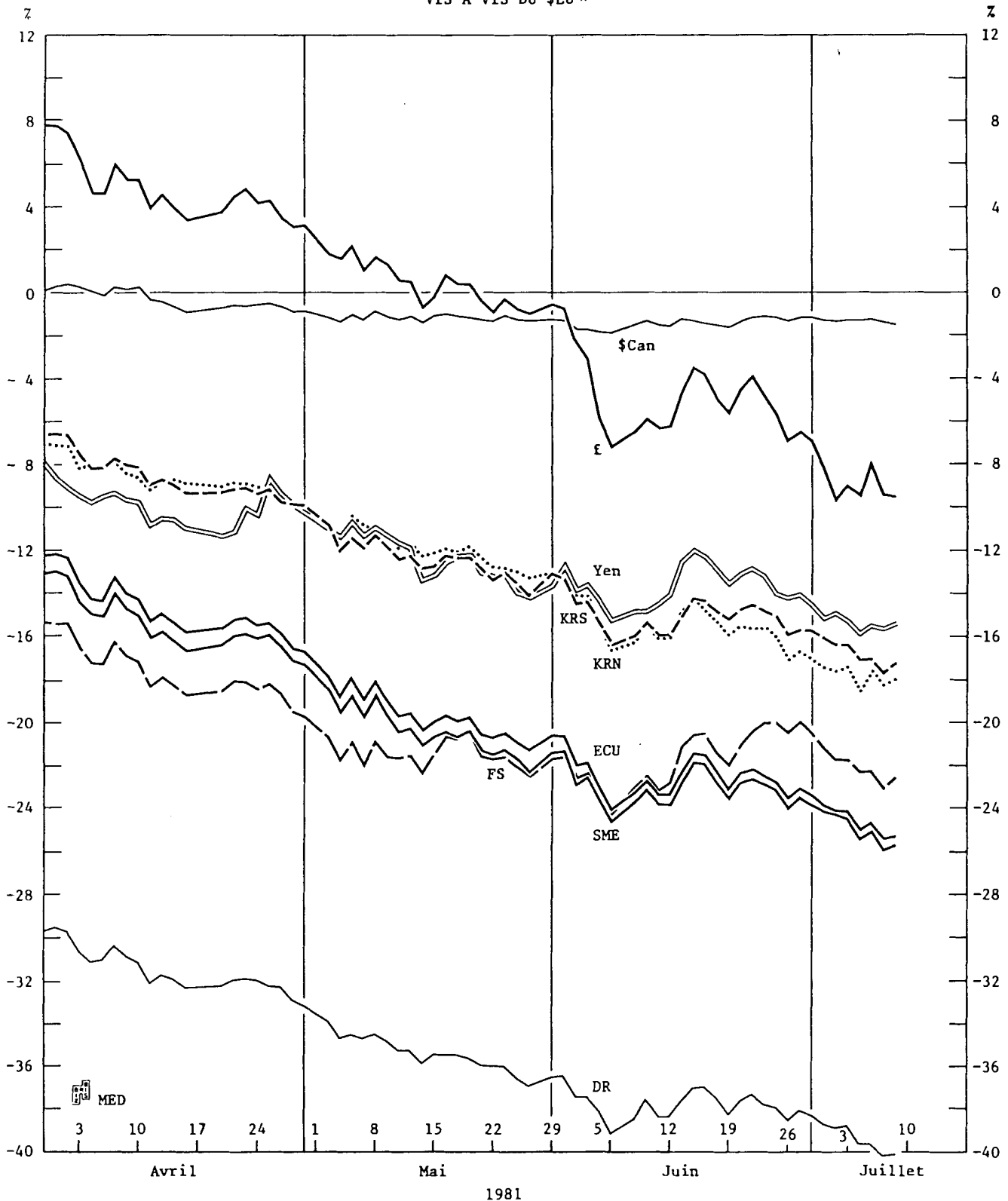
In den ersten zwei Wochen des Juli setzte sich die Nachfrage nach US-Dollar fort. Der Kurs des US-Dollars konnte sich gegenüber allen wichtigen Währungen nochmals befestigen. Die Gründe hierfür liegen in dem entgegen manchen Erwartungen fortdauernd hohen, neuerlich sogar wieder gestiegenen Zinsniveau in den USA und in Befürchtungen hinsichtlich der politischen Entwicklung in Polen.

In Europa (diesmal einschliesslich der Schweiz) befestigte sich der US-Dollar um durchschnittlich 2%; die norwegische und die schwedische Krone lagen beträchtlich unter und der französische Franken und das Pfund Sterling etwas über diesem Durchschnitt.

Im EWS-Wechselkursmechanismus lag der belgische Franken nahe an seinem unteren Interventionspunkt gegen D-Mark und wurde weiterhin durch Interventionen in Dollar und Gemeinschaftswährungen gestützt. Bei den übrigen Währungen ergaben sich keine erwähnenswerten Veränderungen.

Die Interventionen in US-Dollar beliefen sich netto auf Verkäufe von rund US-\$ 800 Mio. Bedeutendster Verkäufer war die Bank von England. Die Interventionen in EWS-Währungen bestanden hauptsächlich aus intramarginalen DM-Käufen und -verkäufen gegen französische und belgische Franken, wobei per saldo die DM-Käufe leicht überwogen.

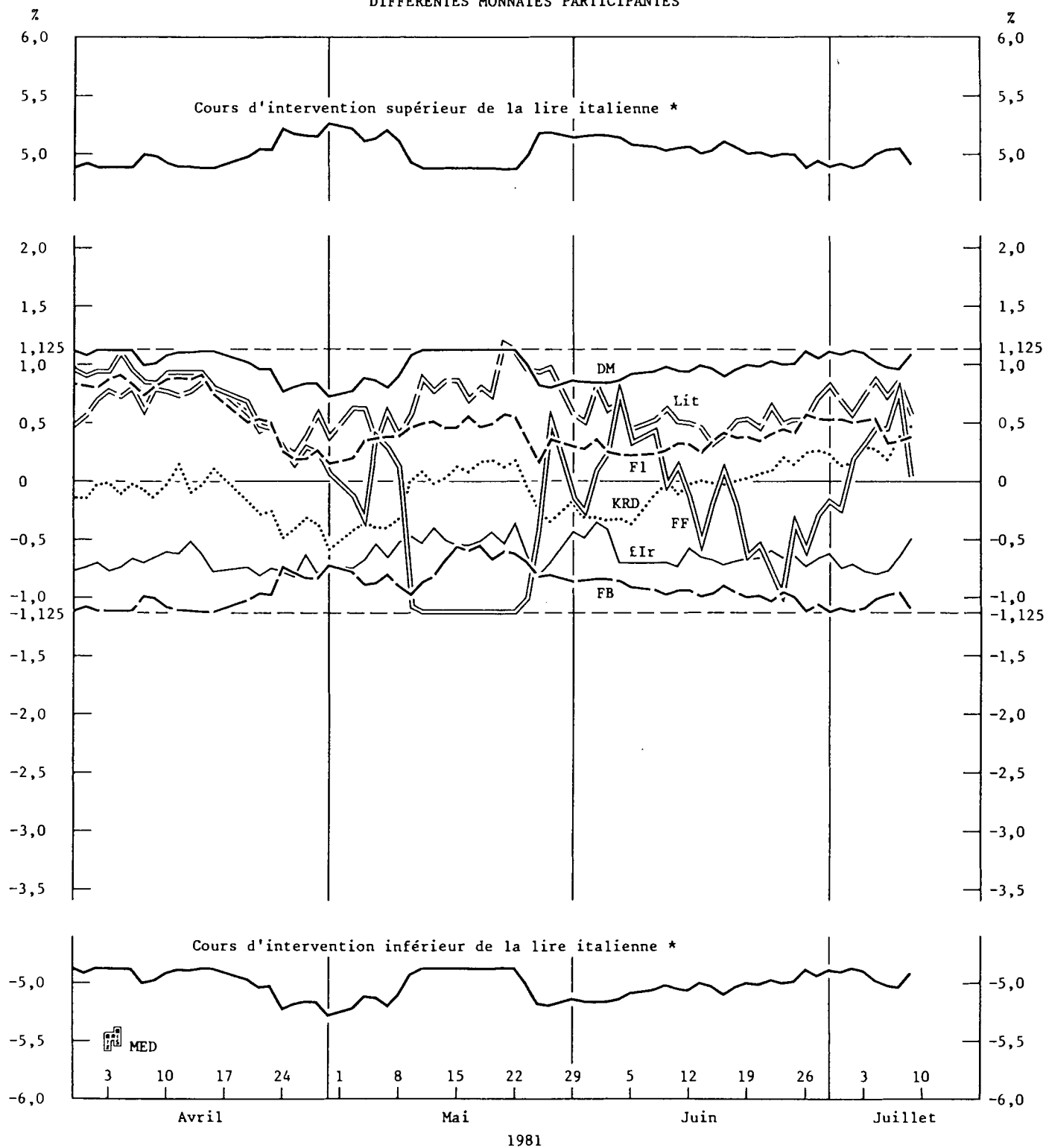
EVOLUTION DE L'ECU, DU COURS MEDIAN DES MONNAIES PARTICIPANT AU SME
 ET DES MONNAIES DES AUTRES BANQUES CENTRALES PARTICIPANT A LA
 CONCERTATION SUR LA BASE DES COURS RELEVES LE 28 DECEMBRE 1978
 VIS-A-VIS DU \$EU *



* ECU 1,37773; £ 0,48040; \$Can 1,18652; FS 1,6215; Yen 193,30; KRS 4,2850; KRN 4,9910; DR 36,0500; 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 éloignés le plus de leurs cours pivots bilatéraux actuels.

9 juillet 1981

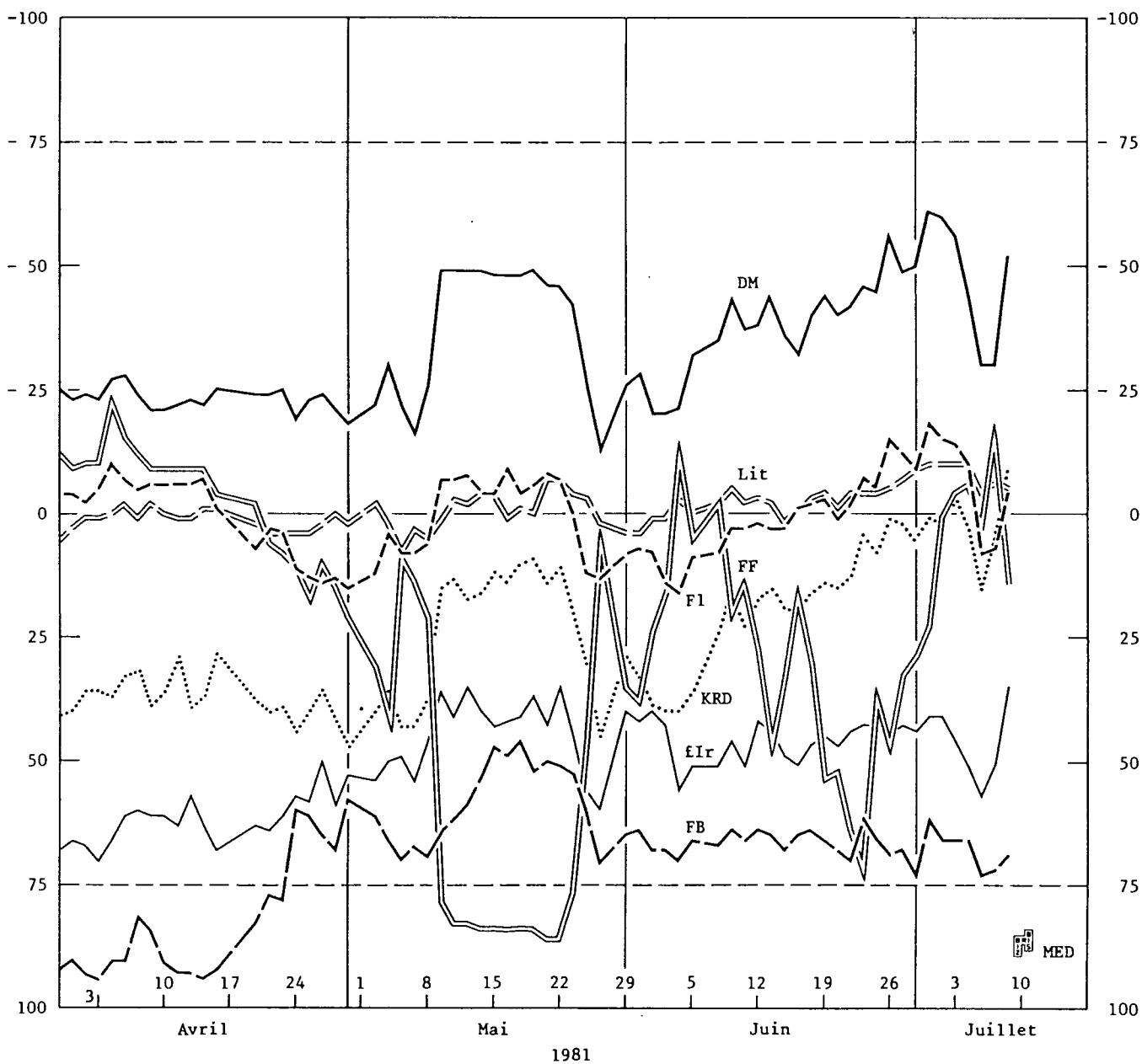
MOUVEMENTS A L'INTERIEUR DE LA GRILLE DE PARITES DU SME
 CALCULES SUR LA BASE DES COURS OFFICIELS DE L'ECU DANS LES
 DIFFERENTES MONNAIES PARTICIPANTES



* 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 $\pm 2,25\%$.

9 juillet 1981

EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE *

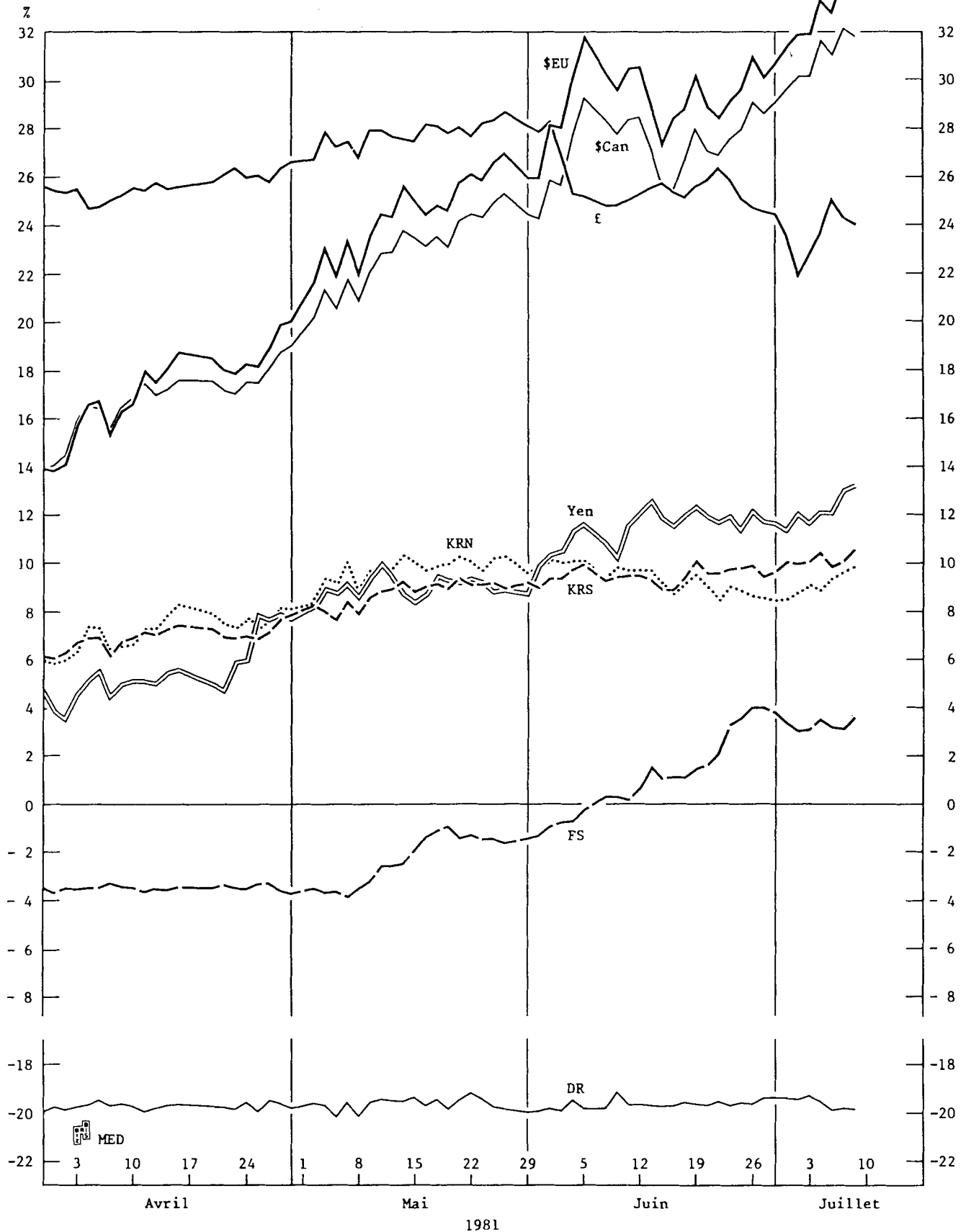


* L'indicateur de divergence a pour but de mesurer, sur une base comparable pour toutes les monnaies participant au mécanisme de change européen, la position d'une monnaie vis-à-vis de son cours-pivot ECU. L'écart maximal de divergence est le pourcentage maximal par lequel le cours de marché de l'ECU 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.

9 juillet 1981

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; \$EU 1,37773; \$Can 1,63377; FS 2,23280; Yen 266,00; KRS 5,88910; KRN 6,88210;
DR 49,6672.

9 juillet 1981