

PROTOKOLL\*

DER 213. SITZUNG DES AUSSCHUSSES DER PRAESIDENTEN  
DER ZENTRALBANKEN DER MITGLIEDSTAATEN  
DER EUROPÄISCHEN WIRTSCHAFTSGEMEINSCHAFT  
BASEL, DIENSTAG, 10. MAERZ 1987, 10 UHR

---

Anwesend sind: der Gouverneur der Banca d'Italia und Ausschussvorsitzende, Herr Ciampi, begleitet von den Herren Dini, Maserà und Micossi; 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 und Rieke; der Gouverneur der Bank von Griechenland, Herr Chalikias, begleitet von den Herren Papademos und Karamouzis; der Gouverneur der Banco de España, Herr Rubio, begleitet von den Herren Sánchez-Pedreño und Durán; der Gouverneur der Banque de France, Herr de Larosière, begleitet von den Herren Waitzenegger und Cappanera; der Gouverneur der Central Bank of Ireland, Herr Ó Cofaigh, begleitet von den Herren O'Grady Walshe und Reynolds; der Präsident der Nederlandsche Bank, Herr Duisenberg, begleitet von den Herren Szász und Boot; der Gouverneur der Banco de Portugal, Herr Tavares Moreira, begleitet von Herrn Dias; der Gouverneur der Bank of England, Herr Leigh-Pemberton, begleitet von den Herren Loehnis und Kirby; der Präsident der Kommission der Europäischen Gemeinschaften, Herr Delors, begleitet von den Herren Mingasson und Dixon; der Sekretär des Währungsausschusses, Herr Kees; der Generaldirektor des Luxemburgischen Währungsinstituts, Herr Jaans. Zugewegen sind ferner die Herren Raymond und Dalgaard, Vorsitzende der Expertengruppen. Ebenfalls anwesend sind der Generalsekretär des Ausschusses, Herr Morelli, und sein Beigeordneter, Herr Bascoul, sowie die Herren Scheller und Cook und die Herren Bockelmann und Dagassan.

---

\* Endgültige, in der Sitzung vom 14. April 1987 gebilligte Fassung, die gegenüber dem Entwurf nur einige Aenderungen redaktioneller Art aufweist.

I. Billigung des Protokolls der 212. Sitzung

Der Ausschuss billigt einstimmig das Protokoll der 212. Sitzung, vorbehaltlich einiger Aenderungen redaktioneller Art, die im endgültigen Text Berücksichtigung finden.

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 Februar und in den ersten Märztagen 1987 durch Herrn Dalgaard;
- Verabschiedung des Ausschussberichts an die EG-Finanzminister;
- Monatsstatistiken.

Herr Dalgaard kommentiert den dem Protokoll beiliegenden Bericht und hebt einige Elemente hervor, insbesondere die Beibehaltung eines relativ hohen Zinsniveaus in mehreren EG-Ländern. Wenn ein solches Niveau auch oft aus binnenwirtschaftlichen Gründen gerechtfertigt sei, so trage es doch zur Verstärkung der Kapitalrückflüsse bei, denn mit der Rückkehr der Stabilität an den Devisenmärkten werden die Kapitalbewegungen erneut im wesentlichen durch das Zinsgefälle bestimmt.

Herr Dini erklärt, die Stellvertreter hätten den Präsidenten keine besonderen Bemerkungen zum Konzertationsbericht vorzulegen.

Herr Leigh-Pemberton gibt einige Erläuterungen zur Wechselkurspolitik ab, die in London in den letzten drei Wochen betrieben wurde. Die Behörden hätten gezögert, eine Zinssatzsenkung zu erlauben, und dies aus zwei Gründen:

- erstens werde der Schatzkanzler in einer Woche das neue Budget vorlegen; dieses werde bedeutende Aenderungen enthalten, und man müsse daher hinsichtlich der möglichen Erwartungen oder Reaktionen des Marktes vorsichtig sein;

- zweitens seien die am 6. März 1987 veröffentlichten Zahlen der Zahlungsbilanz nicht sehr vielversprechend gewesen, wenn auch bei der Dienstleistungs- und Uebertragungsbilanz für 1986 sowie bei den Vorhersagen für 1987 ein statistischer Fehler unterlaufen sei; insgesamt habe sich das Pfund Sterling jedoch als fest erwiesen, und die Bank of England konnte im Februar und Anfang März fast die gesamten Reserven wieder aufbauen, die sie im Oktober 1986 zur Stützung der Landeswährung ausgeben musste; unter diesen Umständen hätten die Behörden einer Senkung des Basissatzes der Clearing-Banken um 0,5% mit Wirkung ab 9. März 1987 zugestimmt.

Herr de Larosière bestätigt, dass die Lage auf dem Devisenmarkt in Frankreich ruhig und der Kurs des französischen Franc gegenüber den EWS-Währungen stabil war. Es sei zu beträchtlichen Kapitalzuflüssen gekommen, und ein leichter Abbau der Zinssätze konnte mit einer Senkung der Interventionssätze der Banque de France um einen Viertelpunkt begonnen werden.

Der Vorsitzende stellt fest, dass keine weiteren Bemerkungen zum Konzertationsbericht gemacht werden; dieser wird vom Ausschuss verabschiedet und den Finanzministern der EG-Länder nach dem üblichen Verfahren zugeleitet.

III. Fortsetzung der Diskussion über die Stärkung des EWS und über die geldpolitischen Implikationen der Liberalisierung des Kapitalverkehrs in der Gemeinschaft auf der Grundlage folgender Dokumente:

- Bericht Nr. 58 der Expertengruppe unter dem Vorsitz von Herrn Dalgaard über die durch die Leitkursanpassung vom 12. Januar 1987 aufgeworfenen Fragen;
- Vermerk von Herrn Raymond, der die Diskussion der Expertengruppe über die geldpolitischen Implikationen der Liberalisierung des Kapitalverkehrs in der Gemein-

schaft zusammenfasst;

- Entwurf eines Berichts des Ausschussvorsitzenden an die EG-Finanzminister. Dieser Entwurf wird von den Stellvertretern verfasst und von Herrn Dini vorgelegt.

Der Vorsitzende ruft in Erinnerung, dass seit dem ersten Gedankenaustausch der Zentralbankpräsidenten über diese Fragen im Februar ihre Mitarbeiter unablässig an der Arbeit waren und die vorläufigen Berichte vorbereitet haben, die zwar eher die Probleme umreißen, aber doch schon einige Hinweise auf mögliche Lösungsansätze geben. Diese Dokumente sind einerseits der Bericht Nr. 58 der Expertengruppe unter dem Vorsitz von Herrn Dalgaard, andererseits ein von Herrn Raymond unter seiner persönlichen Verantwortung, jedoch unter Berücksichtigung der Diskussionen der Gruppe verfasster Vermerk. Ueberdies sind die Stellvertreter am Sonntag nachmittag und am Montag morgen zusammengekommen, um diese Dokumente zu prüfen und auf ihrer Grundlage den Entwurf eines vorläufigen Berichts vorzubereiten, der an der informellen Zusammenkunft der EG-Finanzminister vom 3. bis 5. April vorgelegt werden soll.

#### A. Referat von Herrn Dalgaard

Gemäss dem von den Zentralbankpräsidenten erteilten Mandat haben die Experten zwei Themen untersucht: das Verfahren der Leitkursanpassung und die Umstände im Zusammenhang mit der Leitkursanpassung vom 12. Januar 1987.

Die Experten waren der Meinung, dass gewisse Aspekte der vergangenen Leitkursanpassungen unbefriedigend waren; z.B. waren die Leitkursanpassungen allzu leicht vorhersehbar oder wurden aus politischen Gründen verzögert oder gaben zu allzu vielen öffentlichen Diskussionen vor und während der Verhandlungen Anlass. Das formelle Verfahren selbst ist nicht die Ursache dieser Probleme, es ist nämlich flexibel genug und hebt die Wichtigkeit der Geheimhaltung hervor; vielmehr ist es die Art und Weise, wie die Leitkursanpassungen durchgeführt wurden. Die Experten haben daher geprüft, ob eine Delegation der Verantwortlichkeit für Leitkursanpassungen geringen Umfangs an den Ausschuss der Zentralbankpräsidenten geeignet wäre, das Verfahren zu verbessern; sie sind der Ansicht, dass eine solche Delegation unter bestimmten Umständen nützlich sein könnte und es den Zentralbankprä-

sidenten ermöglichen würde, früher Entscheidungen zu treffen und so das Volumen der Kapitalbewegungen einzuschränken. Die Gruppe ist jedoch der Meinung, dass eine solche Delegation auf politischer Ebene um so weniger plausibel ist, als jede Leitkursanpassung auch ihre politischen Aspekte und agromonetären Konsequenzen hat; überdies bestünde die Gefahr einer Verpolitisierung der Diskussionen der Zentralbankpräsidenten. In Wirklichkeit liegt das Hauptproblem nicht beim Verfahren, sondern beim Umfang der Kapitalbewegungen, die den Realignments oft vorangehen. Diesbezüglich wird angeregt, das Ueberwachungsverfahren zu verstärken, um die Spannungen, die sich vielleicht entwickeln können, sehr früh aufzudecken.

Was die Umstände rund um die letzte Leitkursanpassung betrifft, so hat die Gruppe festgestellt, dass sich die Spannungen im Verlauf des zweiten Halbjahrs 1986 nach und nach häuften und durch die Erwartungen einer Leitkursanpassung genährt wurden. Mehrere Faktoren spielten eine Rolle; die Schwäche des Dollars war ein bedeutendes generelles Element, zu dem individuelle Faktoren hinzukamen, wie z.B.:

- das Leistungsbilanzdefizit in Dänemark;
- der bedeutende Leistungsbilanzüberschuss in Deutschland, der zusammen mit rückläufigen Preisen und einer als sehr unnachgiebig beurteilten Wirtschaftspolitik der D-Mark Auftrieb verlieh;
- keine Änderungen nationaler Zinssätze und damit die Beibehaltung zu schwacher Zinsgefälle;
- die Liberalisierung des Kapitalverkehrs, vor allem in Frankreich.

Der Einfluss bedeutender und dauernder Interventionen auf die Erwartungen einer Leitkursanpassung ist vielleicht Gegenstand der einzigen nicht einhelligen Meinung des Berichts.

Die Reaktion der Behörden auf die Spannungen am Devisenmarkt erfolgte vor allem in Form von Interventionen, während die Schwankungsmarge nur wenig genutzt wurde und die Zinssätze sich nur geringfügig veränderten.

Zum Schluss hoben die Experten zwei unerwünschte Merkmale der letzten Leitkursanpassung hervor: Einerseits erweckten die Behörden den Eindruck, dem Druck des Marktes nachgegeben zu haben, und andererseits handelte es sich um die vierte Leitkursanpassung in achtzehn Monaten. Um die Funktionsweise des EWS zu verbessern, sind weitere Fortschritte bei der Konvergenz der gesamtwirtschaftlichen Grundfaktoren und eine verstärkte

Koordination der Wirtschafts- und Geldpolitik nötig. Ferner ist es wichtig, Strategien zur besseren Bekämpfung der Spekulation zu entwickeln, so dass diese kostspieliger und riskanter wird.

#### B. Referat von Herrn Raymond

Zuerst sollten vielleicht einige allgemeine Gedanken in Erinnerung gerufen werden.

Die zunehmende Integration der Kapitalmärkte in der Gemeinschaft sollte das Grundprinzip des Europäischen Währungssystems, nämlich die Schaffung einer stabilen Währungszone, nicht wieder in Frage stellen.

Der Plan der Liberalisierung des Kapitalverkehrs hat seine eigene Logik, ist aber auch mit dem Plan der freien Verfügbarkeit finanzieller Dienstleistungen und der technischen Integration der Märkte verflochten.

Der Abbau der Devisenkontrolle unter den Mitgliedsstaaten der Gemeinschaft kann nicht ohne einen Abbau auch nach aussen erfolgen.

Die Unterteilung der europäischen Kapitalmärkte ist unvollständig, weil Devisenkontrollen in einigen Ländern überhaupt nicht existieren, in anderen teilweise, nur für die Gebietsansässigen gelten und umgangen werden können.

Der Prozess einer schrittweisen Integration der Kapitalmärkte ist im Gang, und in den letzten Monaten wurden Fortschritte bei der Abschaffung der Devisenkontrollen erzielt, was bedeutet, dass es eher darum geht, einen Uebergang zu verwalten als eine Revolution zu bewirken, wenn auch eine plötzliche Abschaffung der in einigen EWS-Ländern noch bestehenden Kontrollen eine bedeutende Neuerung wäre.

Es stellen sich verschiedene technische Fragen. In der Tat bestehen zwischen den am Wechselkursmechanismus beteiligten Ländern strukturelle Unterschiede steuerlicher, bankenaufsichtlicher und gesetzgeberischer Natur. Natürlich kann man zwischen Ländern mit verschiedenen Steuersystemen einen stabilen Wechselkurs aufrechterhalten, jedoch beinhaltet der Uebergang zum freien Kapitalverkehr in einem Land, das sich in bezug auf sein Steuersystem von den übrigen Ländern unterscheidet, zumindest während einer Uebergangsperiode die Gefahr einer Destabilisierung.

Der im Gang befindliche Prozess wird zu einer allmählichen Banalisierung der Geschäfte und Instrumente führen und den - schon im

Sonderbericht der Gruppe vom November 1986 nachgezeichneten - Trend zu einem vermehrten Gebrauch der Marktinstrumente noch verstärken; er wird überdies von Fortschritten bei der Harmonisierung der Bestimmungen über das Sparen und das Finanzsystem begleitet werden müssen.

Der Angelpunkt der Debatte ist die Vereinbarkeit des EWS mit der Liberalisierung des Kapitalverkehrs. Theoretisch ist es unmöglich, eine völlige Freiheit des Kapitalverkehrs mit absolut festen Wechselkursen und autonomer Geldpolitik zu vereinigen. Geht man von der Hypothese eines EWS aus, in dem Leitkursanpassungen um jeden Preis vermieden werden, so würde die tägliche Stabilisierung der Wechselkurse schwieriger, sie würde grössere Interventionen und damit geeignete Finanzierungsmechanismen erfordern. Um Kapitalverschiebungen vorzubeugen, müssten die Zinssätze rascher und stärker modifiziert werden. Die Länder, deren Währungen unter Abwertungsdruck stehen, fürchten die Deflationsgefahr, die bei der Notwendigkeit, höhere Zinssätze anzuwenden, entsteht. Umgekehrt fürchten die Länder, deren Währung Aufwertungskandidatin ist, einen inflationären Druck, der bei bedeutenden Interventionen und ihren Auswirkungen auf die Geldmenge entsteht. Diese widersprüchlichen Befürchtungen zeigen, wie unerlässlich es ist, auf die Verwirklichung und Beibehaltung einer möglichst engen Konvergenz der Eckdaten zu achten, selbst wenn eine solche Konvergenz keinen vollkommenen Schutz bietet.

Auf jeden Fall impliziert diese Konvergenz eine enge geldpolitische Koordination. Diese war indirekt in der Funktionsweise des EWS enthalten, soweit nämlich alle am Wechselkursmechanismus beteiligten Länder versucht haben, sich dem Land mit der niedrigsten Inflationsrate anzunähern; man kann sich auch einen sogenannten symmetrischen Mechanismus vorstellen, in welchem eine Diskussion über ein gemeinsames Ziel, z.B. bei den Preisen, und eine Neuausrichtung der Geldpolitik im Hinblick auf dieses Ziel stattfände. Ein umgekehrter Fall träte ein, wenn ein Land aus innenpolitischen Gründen geldpolitisch freie Hand haben möchte; in diesem Fall müsste wahrscheinlich bei den Wechselkursen mehr Flexibilität, d.h. häufigere Leitkursanpassungen und/oder eine Erweiterung der Schwankungsmargen in Kauf genommen werden. Die Praxis des EWS seit 1979 hält einen Mittelweg zwischen diesen beiden Extremen ein, da ein gewisses Mass an Flexibilität immer geduldet wurde.

Das Dilemma ist, kurz gesagt, das folgende: Einerseits bringt uns die Verbesserung der Konvergenz näher an feste Wechselkurse heran, während andererseits die vollständige Freigabe des Kapitalverkehrs uns davon entfernt. Soll man sich also mit einer pragmatischen Koordination begnügen, auf die Gefahr hin, dass das Ausmass der Kapitalbewegungen zu stärkeren Schwankungen der Wechselkurse führt? Oder soll im Gegenteil die Freigabe des Kapitalverkehrs von einem Ausbau der Koordinationsmethoden begleitet werden?

Und schliesslich sollte die Geldpolitik nicht zu schwer befrachtet und auf ein angemessenes "policy mix" geachtet werden.

### C. Referat von Herrn Dini

Die Stellvertreter waren im allgemeinen mit der Beschreibung der zur Leitkursanpassung vom 12. Januar 1987 führenden Ereignisse im Bericht Nr. 58 sowie mit dessen wichtigsten Schlussfolgerungen einverstanden. Sie hoben hervor, der unbefriedigendste Aspekt der jüngsten Leitkursanpassung sei gewesen, dass sie nur neun Monate nach der vorherigen erfolgte, und dies trotz einer verbesserten Konvergenz auf dem Gebiet der Inflation und anderer Grundbedingungen. Ebenso unterstrichen sie, dass die Schwäche des Dollars zwar eine wichtige Ursache für die Spannungen im EWS gewesen sei, dass jedoch die fehlende Koordination der Reaktionen innerhalb des Systems diese Spannungen verschärft habe.

Bei der Diskussion der Mittel zur Stärkung der Funktionsmechanismen des EWS hoben die Stellvertreter die Notwendigkeit hervor, bei den Zinssätzen und Zinsgefällen zeitiger zu intervenieren und auf flexiblere Weise die bestehenden Schwankungsmargen zu nutzen, um die Spekulation kostspieliger und riskanter zu machen und den Interventionsbedarf zu reduzieren.

Was die Rolle der intramarginalen Interventionen angeht, sind einige Stellvertreter der Meinung, dass, wenn eine Leitkursanpassung erwartet wird, anhaltende und beträchtliche Interventionen und eine unnachgiebige Verteidigung der Wechselkurse keine wirksamen Mittel zur Verringerung der Spannungen sind, ja sogar kontraproduktiv sein können, soweit der Markt sie als Beweis für wachsende Spannungen auffasst. Andere Stellvertreter haben vermerkt, dass Interventionen erfolgreicher sind, wenn ihre Auswirkungen auf die Geldmenge nicht neutralisiert werden und

wenn sie koordiniert werden. Diese Stellvertreter beurteilen den Nutzen der intramarginalen Interventionen positiver und unterstreichen, dass im Dezember und Januar ihre Wirksamkeit beeinträchtigt wurde, weil der Markt eine mangelnde Einigkeit unter den Behörden bemerkte, während die Spannungen zunahmen. Sie haben auch hervorgehoben, dass Zwänge hinsichtlich des Ausmasses der möglichen Anpassungen der kurzfristigen Zinssätze bestehen.

Alle Stellvertreter waren sich einig, dass die monetären und Wechselkursentwicklungen im EWS vom Ausschuss der Zentralbankpräsidenten besser überwacht werden sollten, um ein schnelleres und besser koordiniertes Vorgehen zu gewährleisten, wenn wieder Spannungen auftreten.

Die Stellvertreter waren der Ansicht, dass ständige Fortschritte bei der Konvergenz der gesamtwirtschaftlichen Eckdaten zu einem stärkeren Zusammenhalt des EWS beitragen würden. Einige unterstrichen, dass die grössere Mobilität des Kapitals eine Verstärkung der geldpolitischen Koordination erfordert; ihrer Ansicht nach ist es wichtig, dass die Liberalisierung des Kapitalverkehrs nicht zu einer Lockerung der Wechselkursverpflichtungen des EWS führt. Andere Stellvertreter haben jedoch vermerkt, dass der Möglichkeit, die Geldpolitik ausserwirtschaftlichen Zielen anzupassen, ohne die binnenwirtschaftliche Stabilität zu gefährden, Grenzen gesetzt sind. Dennoch haben die Stellvertreter betont, dass die Spannungen, die sich aus der grösseren Mobilität des Kapitals ergeben können, normalerweise nicht mit einer Leitkursanpassung beantwortet werden sollten.

Hinsichtlich des Verfahrens der Leitkursanpassung sind einige Stellvertreter der Meinung, um die Leitkursanpassungen zu entdramatisieren und sie zeitiger vorzunehmen, könnte es nützlich sein, die Verantwortlichkeit für Realignments geringen Umfangs an einen unpolitischen Ausschuss wie z.B. den Ausschuss der Zentralbankpräsidenten zu übertragen. Die Mehrheit der Stellvertreter sprach sich jedoch aus den im Bericht der Expertengruppe aufgeführten Gründen, die auch in dem den Präsidenten vorgelegten Berichtsentwurf (s. Anlage) zusammengefasst werden, gegen diese Möglichkeit aus. Insbesondere machten einige Stellvertreter geltend, dass sämtliche Leitkursanpassungen normalerweise von flankierenden Massnahmen zur Verstärkung der Konvergenz begleitet werden sollten.

Betreffend den Vermerk von Herrn Raymond konzentrierten die Stellvertreter ihre Diskussion auf die Möglichkeiten, die Risiken zu

begrenzen, die der Prozess der Liberalisierung des Kapitalverkehrs für den Zusammenhalt der Wechselkurse und die innere monetäre Stabilität mit sich bringen kann; sie fanden ebenfalls, dass es nützlich wäre, die von Herrn Raymond erwähnten technischen Probleme zu untersuchen, und dass die bestehenden Kreditmechanismen in Hinblick darauf überprüft werden müssen, ob sie ausreichen, um der Spekulation und den Bedürfnissen des EWS in einem gewandelten Umfeld zu begegnen. Alle Stellvertreter drückten den Herren Dalgaard und Raymond und ihren Expertengruppen ihre Wertschätzung für die Arbeit aus, die sie in einer derart kurzen Frist geleistet haben.

D. Diskussion des Ausschusses

Der Vorsitzende ruft in Erinnerung, dass der Ausschuss in der ersten Phase eines Untersuchungs- und Ueberlegungsprozesses steht und dass zwei unmittelbare Ziele eingehalten werden müssen: einerseits eine erste Bewertung der Probleme und der Orientierungen, die in den Berichten vorgelegt werden, so dass die Mitarbeiter der Zentralbankpräsidenten ihre Arbeit im Hinblick auf die Erarbeitung definitiver Berichte und konkreter Vorschläge fortsetzen können; andererseits die Vorbereitung eines vorläufigen Berichts für die informelle Zusammenkunft des Rats der Wirtschafts- und Finanzminister Anfang April.

Herr Pöhl beglückwünscht zunächst die beiden Vorsitzenden und ihre Gruppen zu der bemerkenswerten Arbeit, die sie in so kurzer Zeit geleistet haben. Er schliesst sich sehr weitgehend der Analyse des Berichts Nr. 58 an und hebt insbesondere die Schlussfolgerung auf S. 15 über die Mittel hervor, mit denen die Spekulation unrentabler und riskanter gemacht werden könnte. Es sei sehr wichtig, die Spekulation mit ihren eigenen Waffen zu schlagen und zu diesem Zweck zu untersuchen, wie die Interventions-technik verbessert werden könnte. Die beträchtlichen intramarginalen Interventionen vor der Leitkursanpassung ermöglichten es den Spekulanten, gewisse Gewinne zu machen. Dagegen hätten jene Verluste hinnehmen müssen, die in den letzten zwei Wochen offene Positionen eingegangen seien, da die Wechselkurse nachgegeben hatten und nach der Leitkursanpassung manchmal höher als vorher waren.

Was den vorläufigen Bericht an die Minister angehe, stelle sich die Frage, ob es sich um einen schriftlichen Bericht, der den Ministern

zugeschickt wird, oder um eine mündliche Note, die vom Ausschussvorsitzenden bei der Zusammenkunft von Knokke vorgelegt wird, handle. Hinsichtlich des Textes scheine ihm, dass die Notenbankpräsidenten nicht bei den Elementen rund um die letzte Leitkursanpassung, wie z.B. nicht eingehaltene Vertraulichkeit oder zur Unzeit abgegebene öffentliche Erklärungen, verweilen sollten. Dies alles sei offensichtlich politischer Natur, gehöre zu den Realitäten des Lebens und sei schon bei früheren Leitkursanpassungen beobachtet worden. Es wäre daher wünschenswert, diesen Abschnitt 1 des Berichts zu entdramatisieren und sich vielleicht darauf zu beschränken, in Erinnerung zu rufen, dass schon ein Organ - der Währungsausschuss - existiere, das die Entdramatisierung der Leitkursanpassungen ermögliche. Die Zentralbankpräsidenten sollten auf diesem Gebiet nicht als Bittsteller erscheinen und seien es im übrigen auch ganz gewiss nicht. Ueberdies sei die Frage allem Anschein nach anlässlich der Ratssitzung der Wirtschafts- und Finanzminister im Februar entschieden worden: Die Minister wünschten nicht, auf ihre Vorrechte zu verzichten. Eine solche Haltung sei vorhersehbar gewesen und verständlich, wenn man daran denke, dass jede Leitkursanpassung auch ihre nichtmonetären Aspekte habe, z.B. die Folgen für die gemeinschaftliche Landwirtschaftspolitik.

Der Vorsitzende bezieht sich auf die Bemerkung von Herrn Pöhl und präzisiert, dass die Minister einen schriftlichen Bericht der Zentralbankpräsidenten gewünscht haben. Man könne auch ganz einfach von einem Bericht sprechen, ohne anzugeben, ob schriftlich oder mündlich, denn ein Text werde vom Vorsitzenden an der informellen Zusammenkunft vorgelesen und zu den Akten dieser Zusammenkunft gelegt werden.

Herr Hoffmeyer macht darauf aufmerksam, dass die Kapitalrückflüsse zwar unmittelbar nach der Leitkursanpassung nicht bedeutend gewesen seien, aber in den letzten Wochen zugenommen hätten, insbesondere in Frankreich, Belgien und Dänemark. Soweit die Spekulation wegen der Entwicklung bestimmter Wechselkurse nach dem Realignment tatsächlich verloren habe, sei es wichtig, dies auch zu sagen und anzuerkennen, dass die Politiker mit ihrem Verhalten schliesslich keinen Schaden angerichtet hätten. Es sei auch wichtig, den Ministern zu verstehen zu geben, dass, würden Leitkursanpassungen den Notenbankpräsidenten anvertraut, dies noch keine Entdramatisierung bringe und das Problem nur verlagern würde; die Notenbankpräsidenten und die Minister müssten insbesondere in ständiger telefonischer Verbindung stehen.

Herr Leigh-Pemberton findet, man könne sich ohne weiteres der Meinung der Experten anschliessen, dass das bestehende Realignment-Verfahren nicht versagt habe. Jedoch scheine es nützlich, auf höfliche Weise klar zu machen, dass mit einer besseren Einhaltung der Vertraulichkeit und mehr Mässigung bei den Erklärungen einige Schwierigkeiten beseitigt würden. Es wäre sicher leichter, die Minister davon zu überzeugen, dass sie sich bei Leitkursanpassungen vorsichtiger verhalten sollten, als dass sie zugunsten der Notenbankpräsidenten ihre Vorrechte aufgeben sollten. Im übrigen bringe eine solche Delegation von Verantwortlichkeit die Gefahr mit sich, dass die Notenbankpräsidenten in einen politischen Wirbel hineingezogen werden und der Charakter der Ausschussdebatten verändert würde. Man dürfe jedoch nicht übersehen, dass die Notenbankpräsidenten diese Frage nicht prüfen, weil sie Bittsteller seien, sondern weil man sie darum gebeten habe. Der Brief von Herrn Eyskens an Herrn Ciampi sei diesbezüglich klar und spreche vom Vorschlag "die Durchführung einer Leitkursanpassung einem Gremium anzuvertrauen, das aus dem Ausschuss der Zentralbankpräsidenten und dem Währungsausschuss hervorginge". Hier könne man offenbar kaum etwas Besseres tun, als an die bestehende Möglichkeit einer vom Währungsausschuss durchgeführten und von den Ministern ohne Zusammenkunft genehmigten Leitkursanpassung zu erinnern (Fall der Leitkursanpassung vom August 1986).

Ein wichtiger und etwas besorgniserregender Punkt gehe aus der letzten Leitkursanpassung hervor. Die Experten hätten nämlich betont, dass sich angesichts der verbesserten Konvergenz das Ausmass der Leitkursanpassungen verringern sollte. Nun scheine es aber derzeit, dass das Volumen der für die Verteidigung der Wechselkurse und der Stabilität des EWS nötigen Interventionen zunehme. Der Grund dafür sei, dass die Marktteilnehmer zahlreicher und geschickter geworden seien und über raffiniertere Techniken verfügten. Aber wenn man Milliarden von Dollars ausgegeben habe und es dann nur darum gehe, eine Leitkursanpassung geringen Umfangs um einige Wochen oder einige Tage hinauszuschieben, werde man sich zweifellos eines Tages die Frage stellen, ob sich das lohne. Man werde daher der Zinspolitik im EWS mehr Bedeutung zumessen müssen, selbst wenn dies zeitweise zum Problem von Konflikten zwischen binnen- und aussenwirtschaftlichen Zielen führen könne.

Herr Delors schliesst sich dem Dank und den Glückwünschen an die Herren Dalgaard und Raymond und die Expertengruppen an.

Hinsichtlich der Lehren, die man aus der letzten Leitkursanpassung und der ihr vorangehenden Phase ziehen könne, müsse man entschiedener Fragen stellen, als dies in den bisherigen Äusserungen geschehen sei. Die vom EWS im Dezember und Januar durchlaufene Phase sei die schlimmste seit seiner Gründung gewesen. Das System habe in einer Weise funktioniert, die seiner Glaubwürdigkeit und Europa ganz allgemein sehr geschadet habe. Natürlich sei die wesentliche Ursache für die Schwierigkeiten eine von aussen kommende Erschütterung, nämlich der fallende Dollarkurs gewesen, aber die Widerstandsfähigkeit des EWS gegenüber dieser Erschütterung und die unter den Teilnehmern nötige Konzertation hätten Enttäuschungen hervorgerufen. In der Tat habe man in Gleneagles eine gemeinsame Haltung festgelegt und genehmigt; man habe auch anerkannt, dass man mit der Verweigerung der von den Amerikanern geforderten Zinssatzsenkung das Risiko von Spannungen im EWS eingehe, aber man sei sich einig gewesen, dass man gemeinsam dagegen vorgehen wolle. Es sei nicht sicher, ob dies wirklich getan worden sei. Im übrigen, wenn ein Land besondere Schwierigkeiten politischer oder sozialer Natur durchmache, dann müssten die Zinssätze ihre Rolle spielen, und dies sei von den Notenbankpräsidenten anerkannt worden. Dies heisse auch, dass es Zinsgefälle geben könne, die durch eine konjunkturelle oder sogar strukturelle Lage gerechtfertigt seien, aber auch hier sei eine wirksame Konzertation notwendig, wenn nicht die gleichen Ursachen zu den gleichen Wirkungen führen sollen.

Das Klima der letzten Leitkursanpassung sei nicht gut gewesen und habe ein wenig an eine Versammlung von Anspruchstellern erinnert, in der gewisse Länder eine bestimmte Position ihrer Währung im Paritätengitter gefordert hätten. Schliesslich sei da noch die Frage oder der "Sargnagel" der agromonetären Probleme; hier sei es die Pflicht der Kommission, die Finanzminister und die Notenbankpräsidenten davon zu entlasten. Die Kommission werde vorschlagen, dass nach der Realisierung des grossen Marktes 1992 die gleichen Wettbewerbsregeln für alle Produkte gelten sollen, ob es sich um Industrie- oder um Landwirtschaftsprodukte handle. Bis dahin sei es schwierig, die Uebergangsperiode zu leiten.

Betreffend die Liberalisierung des Kapitalverkehrs ruft Herr Delors in Erinnerung, dass er den Notenbankpräsidenten im vergangenen

Jahr die dadurch aufgeworfenen Probleme dargelegt habe, und dass er ihnen dankbar sei, dass sie diese Probleme studieren. Zu den letztes Jahr gestellten Fragen, insbesondere über die Annäherung der Bankengesetzgebungen, der Steuersysteme und über die geldpolitische Koordination, komme nun noch die Frage hinzu, ob es möglich sei, zu einer Freigabe des Kapitalverkehrs zu kommen, ohne parallel dazu das EWS zu stärken. Die Beaufsichtigung eines grossen Finanzraums ohne Grenzen sei nicht leicht, und eine Experten-Gruppe unter dem Vorsitz von Herrn Padoa-Schioppa untersuche gerade die Frage, unter welchen Bedingungen man den grossen Markt ohne Grenzen, einschliesslich des Finanzraums, verwirklichen könne; ihr Bericht sollte gegen Ende April vorliegen. Die Kernfrage bleibe, ob man über die Mittel verfüge, um einen solchen Markt zu führen, und genauer noch, was es über die Konvergenz der Volkswirtschaften und die schrittweise Schaffung eines Marktes der finanziellen Dienstleistungen hinaus noch brauche. Es mache nicht den Anschein, dass man das, was bei der Liberalisierung des Kapitalverkehrs noch zu tun bleibe, in zwei Etappen trennen könne, z.B. eine erste Etappe mit den Finanzanlagen und eine zweite mit den monetären Anlagen und der Lokalisierung der Anlagen. Man müsse daher Schutzklauseln in Erwägung ziehen und vielleicht auch Finanzinstrumente, mit denen gewisse Länder sich dem Finanzraum ohne Grenzen anschliessen können. Die gestellte Frage sei jedoch, ob ein ausgebautes EWS und eine stärkere Wechselkursdisziplin nicht der Weg wären, um einen gegen aussen offenen Markt zu haben und die Ungleichgewichte zu meistern.

Was das EWS angehe, so habe die Erfahrung mit dem letzten Realignment die Notwendigkeit aufgezeigt, der Zinspolitik wieder ihren Platz einzuräumen. In den vorzunehmenden Untersuchungen müsste der Methodologie der Interventionen eine gewisse Priorität gegeben werden, ohne jedoch globale Ueberlegungen zu vernachlässigen. Eine erste Entwicklungsphase des EWS sei nun beendet, jene, während der dank dem System und der Bezugnahme auf die Ziele und Ergebnisse der deutschen Wirtschaft die anderen Teilnehmer die Stabilität und die Gleichgewichte wieder hergestellt hätten. Nun gehe es darum, eine zweite Phase in Angriff zu nehmen, nicht die am Anfang des Systems in Betracht gezogene institutionelle Phase, sondern den Uebergang von monistischer Philosophie oder Praxis (ein Bezugsmodell) zu einer geteilten pluralistischen Praxis. Dies gehe weit über die monetäre Technik hinaus und stelle im Grunde die Frage nach der Auffassung jedes Teilnehmers

von der Zukunft der Gemeinschaft und von der Zusammenarbeit, die unter den Mitgliedsländern aufgebaut werden kann.

Der Vorsitzende legt einige persönliche Reaktionen dar, insbesondere auf den Diskussionsbeitrag von Herrn Delors, mit dem er in vielen Punkten einig ist, aber von dem er in anderen abweicht, vor allem bei der geäußerten Unzufriedenheit über das jüngste Funktionieren des EWS. Die Praxis der regelmässigen Kontakte zwischen den Zentralbanken zeige, dass in der schwierigen Periode seit dem Sommer 1986 das EWS nicht versagt, sondern angemessen funktioniert habe. Gewiss, es sei zu einigen Verspätungen oder Verzögerungen bei einigen Beschlüssen und ihrer Durchführung gekommen, aber Verbesserungen seien möglich (die heutige Diskussion sei die Bestätigung dafür), z.B. bei der technischen Anwendung gewisser Verfahren. Aber wenn man die Zeit seit Gleneagles betrachte, bestehe kein Zweifel, dass man dank den Schlussfolgerungen, zu denen die Zentralbankpräsidenten damals gekommen seien, bei den Zusammenkünften in Washington eine gemeinsame Front habe zeigen, die Devisenmärkte beruhigen und das Auseinanderbrechen des EWS verhindern können. Man dürfe überdies nicht vergessen, dass dieses in durchaus bemerkenswerter Weise dem Fall des Dollarkurses seit Februar 1985 widerstanden habe. Jedoch sei es richtig, dass einige Aspekte nicht ganz befriedigten, und die Zentralbankpräsidenten nähmen ihre Arbeiten über die Stärkung des EWS in einem kritischen und konstruktiven Geist in Angriff.

Herr Duisenberg drückt seine Wertschätzung der Arbeit der Experten aus; er betont, es sei nicht angezeigt, die Geschehnisse während eines Realignment-Wochenendes zu dramatisieren. Schliesslich und endlich sei das nur ein dramatisches Wochenende gewesen und dies müsse mit über neun Monaten der Stabilität verglichen werden. Es sei ja diese Stabilität, die zähle. Ueberhaupt seien die Leitkursanpassungen immer von einem gewissen Drama begleitet gewesen. Es sei jedoch klar, dass dieses vermindert werden könnte, wenn die Regeln der Vertraulichkeit und der Diskretion besser respektiert würden, und der Bericht an die Minister sollte diese Botschaft enthalten.

Es sei eine Illusion zu glauben, dass eine Delegation von Verantwortlichkeit an die Zentralbankpräsidenten eine flüssigere, raschere und ruhigere Durchführung der Leitkursanpassungen gestatten würde. Es gehe ja jedesmal um politische Optionen und um Entscheidungen, die in

hohem Masse politisch seien (in den Niederlanden sei es ein Kollektivbeschluss der Regierung). Ueberdies habe die letzte Leitkursanpassung gezeigt, dass sogar bei Anpassungen geringen Ausmasses und nachher praktisch unveränderten Marktkursen eine Aenderung der Leitkurse im Publikum höchste Aufmerksamkeit erzeuge. Es scheine daher höchst unwahrscheinlich, dass die Minister zugunsten des alleinigen Ausschusses der Zentralbankpräsidenten verzichten. Der Fall des Währungsausschusses sei anders, insbesondere wegen der Anwesenheit der Vertreter der Finanzministerien.

Unter den Lehren, die aus den Ereignissen vor der letzten Leitkursanpassung zu ziehen sind, sei die wichtigste vielleicht die Nützlichkeit einer vermehrten Ausnutzung der bestehenden Schwankungsmargen und des frühzeitigeren Einsatzes der Möglichkeiten der Geldpolitik, insbesondere der Zinspolitik.

Herr Duisenberg regt schliesslich noch an, die "Dalgaard-Gruppe" solle die Erfahrungen mit den spekulativen Angriffen untersuchen, denen der Wechselkursmechanismus bisher ausgesetzt war, ihre Erfolge und Misserfolge, die Mittel, mit denen sie abgewehrt wurden, und die aus diesen Erfahrungen zu ziehenden Lehren.

Herr de Larosière erklärt sich sehr weitgehend mit dem Gesagten, insbesondere von Herrn Duisenberg, einverstanden. Es sei auffallend, dass die Kapitalbewegungen und die sehr starken Störungen der letzten Monate trotz einer verbesserten Konvergenz der Eckfaktoren eingetreten seien. Zwei Hauptgründe könnten dafür vielleicht angeführt werden. Erstens eine Konvergenz, die im Sinne der Kohärenz der Geldpolitiken innerhalb der Gemeinschaft ungenügend gewesen sei. Zweitens exogene Elemente, wie der Rückgang des Dollarkurses, die das Funktionieren des EWS kompliziert oder erschwert haben. Ueberdies hätten vielleicht auch institutionelle Aenderungen, wie z.B. die Liberalisierung des Kapitalverkehrs in einigen Ländern, sowie Erwartungen politischer Natur eine Rolle gespielt. Um Fällen dieser Art gewachsen zu sein, müsste man mögliche Divergenzen oder Kohärenzmängel auf der Ebene der nationalen Geldpolitik der verschiedenen Länder schneller und genauer feststellen können. Die Zentralbankpräsidenten und ihre Kollegen sollten ihre zahlreichen Begegnungen in Basel zu informellem Gedankenaustausch über die angewendeten Geldpolitiken und Zinssätze benutzen.

Wenn andererseits eine spekulative Bewegung sich ohne Zusammenhang mit den Eckfaktoren entwickle und wenn die Reaktion Zinssätze/Geldpolitik nicht genüge, um die Märkte zu beruhigen, dann müsse sehr sorgfältig erwogen werden, wie man die Schwankungsmargen ausnutzen wolle. Diese müssten als ein Mittel zur Bekämpfung der Spekulation eingesetzt werden, und vielleicht müsse dies schneller geschehen, ohne dass man sich unbedingt an Widerstandspunkte klammere, was bedeutende Ausgaben an Reserven mit sich bringe. Darüber hinaus müssten in gewissen Fällen Leitkursanpassungen in geringem Umfang und relativ schnell vorgenommen werden, denn je mehr Reserven man innerhalb der Bandbreite ausbeute und sich gewissermassen schon verausgabe, ehe man den unteren Interventionspunkt erreicht habe, desto mehr gewinnen die Spekulanten, die sich frühzeitig in den Prozess eingeschaltet haben.

Daher müsse die Kombination Zinspolitik, Verwendung der Margen und kleiner Leitkursanpassungen genau und in technischer Hinsicht geprüft werden, wobei es sich von selbst verstehe, dass die Geldpolitik ein wesentliches Element der Vorkehrungen bleibe.

Herr Godeaux erklärt sich mit einigen der schon gemachten Bemerkungen einverstanden; er unterstreicht, die Atmosphäre der letzten Leitkursanpassung zeige zur Genüge, dass die Zentralbankpräsidenten ein Mandat, das die Minister von gewissen Entscheidungen entlaste, unmöglich annehmen könnten. In Wirklichkeit werde man die politischen Bedingungen, die mit der manchmal schwierigen Uebung einer Leitkursanpassung verbunden sind, nie beseitigen können, und die Zentralbankpräsidenten könnten eine Situation nicht entdramatisieren, die von den Ministern selbst schon dramatisiert worden sei. Dies sei im Januar geschehen; die Situation habe einen offensichtlich dramatischen und symbolischen Charakter erhalten, und die Behörden seien vor der vom Markt diktierten Notwendigkeit gestanden, eine Leitkursanpassung vorzunehmen, die von den gesamtwirtschaftlichen Gegebenheiten weder nötig noch wünschenswert schien. Anlässlich des Realignment seien sich die belgischen und luxemburgischen Behörden der Probleme und Verzögerungen bewusst gewesen, die sie bewirkten, weil sie ihren Währungen eine mittlere Position verschaffen wollten. Jedoch sei trotz des symbolischen Ausmasses der Leitkursanpassung eine solche Position von sehr grosser Bedeutung für die Durchführung der Wirtschaftspolitik und den Zusammenhalt der Währungsunion zwischen den beiden Ländern gewesen.

Es sei wesentlich gewesen, der öffentlichen Meinung der beiden Länder zu zeigen, dass die objektive Situation eine Annäherung an die starken Währungen des EWS erlaubte. Dies sei nicht eine Laune oder ein Mangel an Solidarität gewesen, sondern eine sehr wichtige Voraussetzung für die Weiterführung der nationalen Politik.

In Belgien, wie auch in anderen Ländern, erforderten selbst Leitkursanpassungen geringen Ausmasses die Zustimmung nicht nur des Finanzministers, sondern des Ministerrats. Es hätten schon Anpassungen ohne Zusammentreten der Minister und manchmal selbst ohne physische Zusammenkunft, sondern nur mit telefonischem Zusammentreten des Währungsausschusses stattgefunden; dies sei selbstverständlich nur unter bestimmten Umständen möglich. Der übergrosse politische Symbolgehalt der Leitkursanpassungen müsse hervorgehoben werden, dafür könnten die Notenbankpräsidenten nicht die Verantwortung übernehmen; es sollte auch daran erinnert werden, dass das "Drama" nicht dramatisiert werden dürfe, aber wenn es einmal zu einer Dramatisierung gekommen sei, dann könne man sie nicht mehr rückgängig machen.

Hinsichtlich des Entwurfs eines vorläufigen Berichts an die Minister sähe Herr Godeaux gerne, dass die Rangordnung des Ziels der Stabilität der Wechselkurse im Abschnitt über die Auswirkungen der Liberalisierung des Kapitalverkehrs klar festgehalten wird. Im Abschnitt über das Realignment-Verfahren könnte man überdies zusätzlich zu den drei erwähnten Faktoren die politischen Faktoren nennen, die in jedem Fall der etwaigen Rolle der Zentralbankpräsidenten Schranken setzen.

Herr Pöhl findet, die letzte Leitkursanpassung sei nicht die schlimmste in der langen Geschichte dieser Art Transaktionen gewesen, es habe schlimmere gegeben, z.B. im März 1983, als die Devisenmärkte am Montag geschlossen werden mussten, weil sich die Minister noch nicht geeinigt hatten. Es sei nie leicht, Bericht zu erstatten, wenn die Meinungen leicht auseinandergingen, und obliege selbstverständlich dem Vorsitzenden, über die Wortwahl zu entscheiden. Der erste Teil des Abschnitts 1 des Berichts (Verfahren der Leitkursanpassung) sei jedoch etwas negativ. Das beim ersten Gedankenstrich erwähnte unbefriedigende Klima habe bei Anpassungen von einiger Bedeutung immer bestanden. Die Nichteinhaltung der Vertraulichkeit (2. Gedankenstrich) sei ein schwerwiegender Vorwurf, den man nur machen sollte, wenn man ihn belegen kann. Den Druck des

Marktes (3. Gedankenstrich) gebe es praktisch jedes Mal, und manchmal sei er nötig, um die Politiker zum Handeln zu zwingen. Auch dürfe man die ziemlich ungewöhnliche Tatsache nicht vergessen, dass zwei Wochen vor wichtigen Wahlen die deutsche Regierung, auf leichtes Drängen der Bundesbank, einer Aufwertung der D-Mark um 4% (schliesslich auf 3% zurückgenommen) zugestimmt habe, trotz der nachteiligen Folgen für die Landwirtschaft.

Bei der Diskussion, die in Gleneagles bei einem Mittagessen der Zentralbankpräsidenten unter sich stattfand, habe die Bundesbank gesagt, sie werde sich bemühen, alles zu tun, und werde notfalls Dollar kaufen, um Turbulenzen während der Zusammenkünfte in Washington zu vermeiden. Hinterher hätten die Minister oft diese Diskussionen als eine grosse Leistung dargestellt. Wie dem auch sei, es seien mehr als drei ruhige Monate auf den Märkten gefolgt, und vom September bis Ende Dezember habe z.B. der Dollarkurs bei 2 D-Mark gelegen. Erst mit den unzeitigen amerikanischen Erklärungen, die wiederholt einen weiteren Kursrückgang des Dollars befürworteten, hätten sich die Spannungen verstärkt und die Erwartungen einer Leitkursanpassung erhöht. Diese seien auch durch Informationen und Erklärungen aus Frankreich über die Notwendigkeit einer unilateralen Aufwertung der D-Mark geschürt worden. Zu jener Zeit habe man auch öffentlich der Bundesbank vorgeworfen, dass sie ihren Verpflichtungen nicht nachkomme, was bedenklich sei und ein schlechtes Klima schaffen könne. Die Bundesbank räume jedoch ein, dass sie im Dezember ein wenig zu den Erwartungen beigetragen habe, als sie beschloss, die Geldmengenerweiterung in den Zielkorridor zurückzubringen, und als sie dem saisonbedingten Anstieg der Geldmarktsätze seinen Lauf liess.

Aus diesen Ereignissen könne auch die Lehre gezogen werden, dass das Zinsgefälle für die Stabilisierung des EWS eine sehr grosse Rolle spiele und dass zwar den binnenwirtschaftlichen Notwendigkeiten Rechnung zu tragen sei, jedoch die Geldpolitiken besser koordiniert und zusammenhängender sein müssten. Zu Zeiten einer Krise seien jedoch kleine Zinsdifferenzen macht- und wirkungslos; in einigen Fällen seien die Geldmarktsätze auf einen extrem hohen Stand angehoben und so für die Spekulation prohibitiv gemacht worden. Man könnte aufgrund der Vergangenheit prüfen, ob Schocktherapien in Zukunft während einer kurzen Zeit (z.B. einer oder zwei Wochen) angewendet werden könnten.

Derzeit seien die Zinsgefälle im EWS ein wenig zu gross, um das System zu stabilisieren; die Kapitalrückflüsse seien bedeutend geworden, und die Bundesbank habe nicht interveniert. Alles in allem habe die letzte Leitkursanpassung die angestrebten Ziele erreicht: Sie habe Spekulationsgewinne praktisch verhindert, sie habe Ruhe und normale Verhältnisse auf den Märkten wiederhergestellt und es seien ihr bedeutende Rückflüsse gefolgt. Und schliesslich hätten die Zentralbanken von nun an ein wenig mehr Spielraum für eine Senkung der Zinssätze, und in dieser Hinsicht könne man den in Frankreich durchgeführten Schritt begrüßen.

Herr de Larosière bezieht sich auf die unter den drei Gedankenstrichen auf S. 1 des Berichtsentwurfs aufgezählten negativen Elemente und erklärt, seiner Meinung nach seien die negativen Aspekte der letzten Leitkursanpassung im wesentlichen folgende: Die Störungen hatten wenig mit den "Fundamentals" zu tun, die Leitkursanpassung sei spät vorgenommen worden, nachdem man schon beträchtliche Reservebeträge ausgegeben hatte, und die inländischen Geldmarktbedingungen in den EWS-Ländern seien während der Dauer der Störungen nicht genau aufeinander ausgerichtet gewesen; nun sei es aber wichtig, dass die Rangordnung der Zinssätze stimme.

Herr Ó Cofaigh ist der Meinung, dass die Delegation von Verantwortlichkeit für die Leitkursanpassungen an ein Organ, ob Ausschuss der Zentralbankpräsidenten oder Währungsausschuss, eine gefährliche Option sei, bei der die Gefahr bestehe, dass eine gewisse Lässigkeit und fast verstohlen durchgeführte Anpassungen möglich würden. Der feierlichere Charakter des bestehenden Verfahrens dagegen gewährleiste eine vorsichtigeren Inanspruchnahme von Leitkursanpassungen.

Die Liberalisierung des Kapitalverkehrs stelle gewisse Länder vor grundsätzliche Probleme, und es sei zwar richtig, dass sie von einer engeren Zusammenarbeit bei der Geldpolitik begleitet sein müsse, aber man müsste auch hinzufügen, dass diese durch die Teilnahme aller EG-Länder am Wechselkursmechanismus erleichtert würde.

Herr Duisenberg teilt die Ansicht von Herrn Pöhl und Herrn de Larosière über den etwas allzu negativen Ton des vorläufigen Berichts. Es wäre nützlich, hinzuzufügen, dass nach Meinung der Zentralbankpräsidenten die letzte Leitkursanpassung von den wirtschaftlichen Eckdaten her nicht gerechtfertigt war, aber dann könne man nicht gut sagen, sie sei zu spät erfolgt.

Der Vorsitzende beglückwünscht zunächst die beiden Expertengruppen und ihre Vorsitzenden zu der geleisteten Arbeit und dankt ihnen; er fordert sie auf, mit ihren Untersuchungen weiterzufahren, um die definitiven Berichte vorzulegen, die im Juni oder Juli bereit sein könnten. Es schein besser, dem Währungsausschuss erst die entgültigen Berichte der Experten zu übermitteln; die derzeitigen vorläufigen Dokumente müssten noch überarbeitet werden oder könnten Anlass zu irrigen Auslegungen geben.

Dann kommt der Vorsitzende auf die Diskussion des Ausschusses über den Entwurf eines vorläufigen Berichts an die Minister zu sprechen. Die wichtigsten Kommentare seien zu Punkt 1 "Verfahren der Leitkursanpassung" gemacht worden. Man dürfe nicht vergessen, dass die Stellvertreter, als sie diesen Punkt verfassten, sich auf den Brief des Präsidenten Eyskens stützten, in welchem dieser darum bitte, die Verbesserung des Realignment-Verfahrens im Sinne einer Entdramatisierung und Entpolitisierung zu untersuchen, und anrege, die Durchführung der Leitkursanpassungen einem Gremium anzuvertrauen, das aus dem Währungsausschuss und dem Ausschuss der Zentralbankpräsidenten hervorginge. Angesichts der verschiedenen Bemerkungen der Zentralbankpräsidenten werde dieser erste Teil geändert werden; man könnte darauf hinweisen, dass die Leitkursanpassung vom 12. Januar 1987 zum ersten Mal nicht durch die wirtschaftlichen Eckdaten diktiert worden sei. Die Aufzählung der Schwierigkeiten, auf die man gestossen sei, würde durch Streichung der drei Gedankenstriche auf der ersten Seite erheblich gekürzt, und man könne sich auf die Bemerkung beschränken, dass manche der beobachteten Probleme mit mehr Disziplin bei öffentlichen Erklärungen und Diskussionen vermieden werden könnten. Der Text würde dann mit dem Hinweis auf die Delegation von Verantwortlichkeit an einen technischen Ausschuss und die damit verbundenen Probleme fortfahren. Die beiden Absätze in eckigen Klammern am Ende von Punkt 1 würden gestrichen; die Beibehaltung des zweiten schein nicht sinnvoll, da es sich um eine bestehende, allen bekannte Möglichkeit handle.

Die anderen Punkte - 2 und 3 - des Berichtsentwurfs hätten zu keinen grundsätzlichen Bemerkungen Anlass gegeben, mit Ausnahme des Beitrags von Herrn Ó Cofaigh betreffend die engere Zusammenarbeit in der Geldpolitik und die Ausweitung des Wechselkursmechanismus.

Der Vorsitzende schliesst mit der Erklärung, dass er somit den vorläufigen Bericht an die Minister unter Berücksichtigung der geäußerten

Kommentare überarbeiten werde, um ihn an der informellen Zusammenkunft vom 3. bis 5. April vorzulegen.

Herr Duisenberg findet, der Bericht Nr. 58 der "Dalgaard-Gruppe" könnte mit den als nötig empfundenen Aenderungen dem Währungsausschuss übermittelt werden, da dieser Ausschuss an den gleichen Themen arbeitet.

Der Vorsitzende fürchtet, dass die Uebermittlung des Berichts Nr. 58, der erst ein vorläufiges Dokument ist, einerseits einige Ueberarbeitung erfordern und andererseits die Zentralbankpräsidenten bei der Weiterführung ihrer Ueberlegungen binden würde.

Herr de Larosière schlägt vor, den Bericht nicht in aller Form zu übermitteln, sondern ihn bloss den Vertretern der Zentralbanken im Währungsausschuss auszuhändigen.

Der Vorsitzende stellt die Zustimmung des Ausschusses zu diesem Vorschlag fest.

Herr Dini räumt ein, dass man bei der Beschreibung der unbefriedigenden Elemente des Realignment-Verfahrens vorsichtig sein müsse. Man könne ja nicht gut gleichzeitig sagen, die letzte Leitkursanpassung sei von den "Fundamentals" her nicht nötig gewesen und man sei mit ihren Ergebnissen zufrieden. Die übrigen wenig befriedigenden Elemente, die während des Zeitraums vor der Leitkursanpassung beobachtet wurden, seien im Entwurf des Berichts an die Minister auf S. 3 in positiver Form dargelegt worden, mit der Erklärung, die Zentralbankpräsidenten prüften verschiedene Arten von Massnahmen, um den Spannungen auf dem Devisenmarkt zu begegnen und die Spekulation zu bekämpfen.

IV. Weitere Fragen innerhalb der Zuständigkeit des Ausschusses

Es liegen keine weiteren Fragen vor.

V. Zeit und Ort der nächsten Sitzung

Die nächste Sitzung findet am Dienstag, dem 14. April 1987, um 10 Uhr in Basel statt.

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

-----  
Februar 1987  
-----

Der nachstehende Bericht gibt einen Ueberblick über die Entwicklung auf den Devisenmärkten der Länder der an der Konzertation beteiligten Zentralbanken\* und über deren Interventionen im Februar und während der ersten Märztagte 1987.

I. ENTWICKLUNG DER WECHSELKURSE

Im Februar wiesen die Devisenmärkte die folgenden Haupttendenzen auf:

- Der Rückgang des Aussenwerts des US-Dollars, monatelang der beherrschende Einfluss am Markt, kam zum Stillstand.
- An den Märkten herrschte eine relative Ruhe, und die Wechselkurschwankungen hielten sich vor allem nach dem "Louvre-Akkord" vom 22. Februar in Grenzen.
- Die Positionen im EWS blieben nahezu unverändert, und es kam zu grösseren Kapitalrückflüssen in den französischen Franc und die italienische Lira.

Der Aussenwert des US-Dollars verstetigte sich im Februar. Wenn der Dollar auch gelegentlich für kurze Zeit starke Wechselkursausschläge

---

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

aufwies, so hielt er sich doch oberhalb der Tiefstände von Ende Januar und verzeichnete gegenüber den meisten grossen Währungen einen gegenüber dem Vormonat nahezu unveränderten Monatsendstand. Gestützt wurde der Dollar über längere Zeit durch Erwartungen, dass die wichtigsten Industrienationen eine Einigung über koordinierte Massnahmen zur Stabilisierung der Wechselkurse erzielen würden. Eine weitere Unterstützung wurde dem Dollar zu Beginn des Monats durch günstigere vorläufige Handelsbilanzdaten für Dezember ebenso wie durch die Beschäftigungszahlen für Januar und andere statistische Daten zuteil, welche die kurzfristigen Perspektiven für die US-Volkswirtschaft günstiger aussehen liessen. Die im späteren Monatsverlauf veröffentlichten statistischen Daten, vor allem die Zahlen über das Handelsdefizit für Januar, verringerten zumeist das Vertrauen auf eine nachhaltige Verbesserung der Wirtschaftsentwicklung in den USA. Dessen unbeachtet vollzog sich die weitere Kursentwicklung des Dollars innerhalb relativ enger Schwankungsmargen, da die Marktakteure nach dem Bekanntwerden der Uebereinkunft zwischen den grossen Industrieländern "über eine enge Zusammenarbeit zur Förderung stabiler Wechselkurse auf dem gegenwärtigen Niveau" mit Interventionen der Zentralbanken zu rechnen hatten.

Im EWS veränderten sich die Positionen der Partnerwährungen zueinander praktisch nicht. Im Gegensatz zu dem Geschehen unmittelbar nach dem Realignment setzte im Februar ein verstärkter Mittelabfluss aus der D-Mark ein, der vor allem dem französischen Franc und der italienischen Lira zugute kam.

Nach zunächst stärkeren Schwankungen, die im wesentlichen die Auf- und Abbewegungen des Dollarkurses widerspiegelten, lag die D-Mark im weiteren Verlauf des Monats, vor allem in der Zeit nach dem "Louvre-Akkord", gegenüber den meisten Währungen relativ stabil. Gegenüber dem US-Dollar gab sie im Monatsverlauf um rund 1% nach; auch gegenüber der Mehrzahl der EWS-Partnerwährungen schwächte sie sich etwas ab. Lediglich im Verhältnis zum holländischen Gulden konnte sie sich leicht befestigen.

Der französische Franc wies aufgrund des Ueberschusses bei den Transaktionen Gebietsansässiger und vor allem wegen bedeutender Rückkäufe von Franken, die Gebietsfremde vor der Leitkursneuordnung im Januar verkauft hatten, eine feste Tendenz auf.

Der belgische Franc notierte gegenüber den meisten anderen EWS-Währungen verhältnismässig stabil. Dies ermöglichte es der Banque Nationale de Belgique, ihre Devisenankäufe zu intensivieren.

Der holländische Gulden verlor ein wenig an Boden im EWS, was gegen Monatsende einige Interventionen zu seinen Gunsten erforderlich machte. Diese vorübergehende Entwicklung war in der Hauptsache auf eine über den Markt abgewickelte Transaktion grossen Umfangs zurückzuführen.

Die dänische Krone befestigte sich leicht gegenüber den meisten anderen EWS-Währungen und hielt sich weiterhin in der Nähe des oberen Randes des EWS-Bandes auf.

Die irische Zentralbank musste während des gesamten Monats aufgrund einer anhaltenden Nachfrage nach Devisen namhafte Interventionen zur Stützung ihrer Währung vornehmen; dennoch wurde das irische Pfund relativ stabil in der unteren Hälfte des EWS-Kursbandes gehalten.

Die italienische Lira erfuhr während des gesamten Monats durch substantielle Mittelzuflüsse, die das Ergebnis höherer Auslandsverschuldung des Bankensystems waren, eine Stütze. Die Banca d'Italia intervenierte stark, um die Aufwertung der Währung in Grenzen zu halten. Gleichwohl notierte die Lira gegenüber der D-Mark im Durchschnitt leicht höher als während der Zeit unmittelbar nach dem Realignment.

Das Pfund Sterling festigte sich unter dem Einfluss einer optimistischeren Einschätzung der Wirtschaftslage, die eine Bestätigung durch die Veröffentlichung von Daten erfuhr, die auf einen geringeren Finanzierungsbedarf des öffentlichen Sektors hindeuteten. Nach dem Pariser Treffen, als die anderen wichtigen Währungen ein relativ stetiges Kursverhalten an den Tag legten, kamen dem englischen Pfund überdies unveränderte und relativ hohe Zinssätze zugute. Ein Nachgeben der Oelpreise wirkte sich kaum auf das Pfund aus. Der Index seines gewogenen Aussenwerts stieg um 2% auf 69,9 (1975 = 100).

Die griechische Drachme verlor gegenüber dem US-Dollar 1,4% und gegenüber der ECU 0,6% an Wert. Ihr gewogener Aussenwert sank um 0,6%.

Der gewogene nominale Aussenwert der spanischen Peseta gegenüber den EG-Währungen stieg um 0,6%; gegenüber dem US-Dollar festigte sich die spanische Währung um 0,9%.

Das Geschehen in Portugal war im Februar durch die Eröffnung des Devisenterminmarktes beeinflusst. Der portugiesische Escudo verzeichnete

gemessen an seinem gewogenen Aussenwert eine Abwertung von 0,5%. Gegenüber dem US-Dollar wertete sich der Escudo um 0,9% und gegenüber der ECU um 0,2% ab.

Der Schweizer Franken schwächte sich bis Mitte des Monats gegenüber den EWS-Währungen ab. Dann kehrte sich diese Tendenz um; ursächlich dafür waren steigende Zinssätze und günstige Wirtschaftsprognosen. Der gewogene Aussenwert des Schweizer Frankens sank um 0,9%.

Der österreichische Schilling verlor gegenüber dem US-Dollar 0,7% an Wert; er bewegte sich während des Monats in einer Schwankungsbreite von 3,9%. Die Monatsschwankung gegenüber der D-Mark betrug 0,09%.

Die schwedische Krone gewann im Verlauf des Monats allmählich an Boden - der Index ging von 131,8 auf 130,9 zurück -, und die Riksbank intervenierte fast täglich mit Dollarkäufen. Diese Entwicklung war hauptsächlich eine Folge des hohen, die Krone begünstigenden Zinsgefälles.

Die norwegische Krone wertete sich gegenüber der ECU um 0,8% und gemessen am gewogenen Aussenwert um 0,5% auf, blieb dagegen gegenüber dem US-Dollar unverändert. Die Stabilität des Marktes gestattete es, dass die Zentralbank ihren Tagesgeld-Ausleihesatz für Banken erneut zurücknahm, und zwar in zwei Schritten: zuerst am 3. Februar von 14,5 auf 14,2%, dann am 16. Februar auf 13,8%. Damit ist der Satz unter den Stand vor der Spekulation gegen die Krone im Dezember 1986 gesunken.

Der kanadische Dollar festigte sich im Februar etwas und schloss bei US-\$ 0,7491. Er wurde unter anderem durch eine grosse Nachfrage ausländischer Anleger nach auf kanadische Dollar lautende Wertpapiere gestützt.

Der japanische Yen wurde gegen US-Dollar in einer engen Bandbreite gehandelt, ebenso gegen die wichtigen europäischen Währungen. Die Besorgnis über ein mögliches Treffen der Siebenergruppe und Vorsicht im Hinblick auf konzertierte Interventionen der Zentralbanken nach dem Treffen begrenzten seine Schwankungen gegenüber dem US-Dollar auf eine Bandbreite zwischen Yen 152 und 155. Die Bank von Japan senkte mit Wirkung vom 23. Februar ihren Diskontsatz um 0,5%.

## II. INTERVENTIONEN

### A. Interventionen in US-Dollar

Im Februar beliefen sich die Dollarkäufe der Zentralbanken netto auf US-\$ 4,0 Mrd., verglichen mit US-\$ 11,7 Mrd. im Januar. Die Bruttokäufe betragen US-\$ 5,6 Mrd. und die Bruttoverkäufe US-\$ 1,6 Mrd. Die bedeutendsten Käufer von Dollars waren netto die Zentralbanken Schwedens, Spaniens, Frankreichs und Italiens.

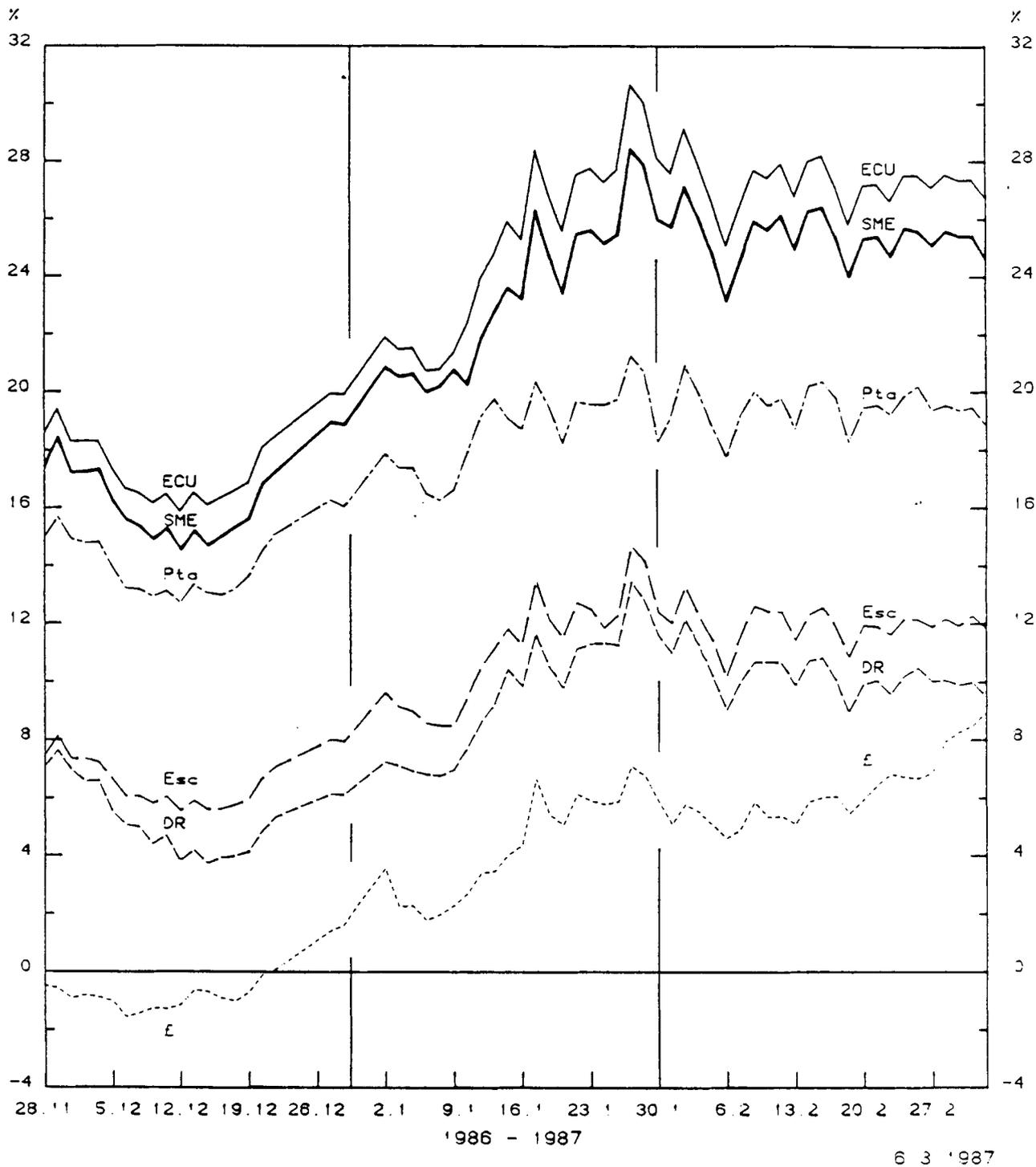
### B. Interventionen in Gemeinschaftswährungen

Die Interventionen in EWS-Währungen gegen andere EWS-Währungen beliefen sich im Februar insgesamt auf den Gegenwert von US-\$ 4,9 Mrd. und bestanden hauptsächlich aus intramarginalen DM-Käufen der Banque de France und der Banca d'Italia.

## III. DIE ERSTEN MAERZTAGE

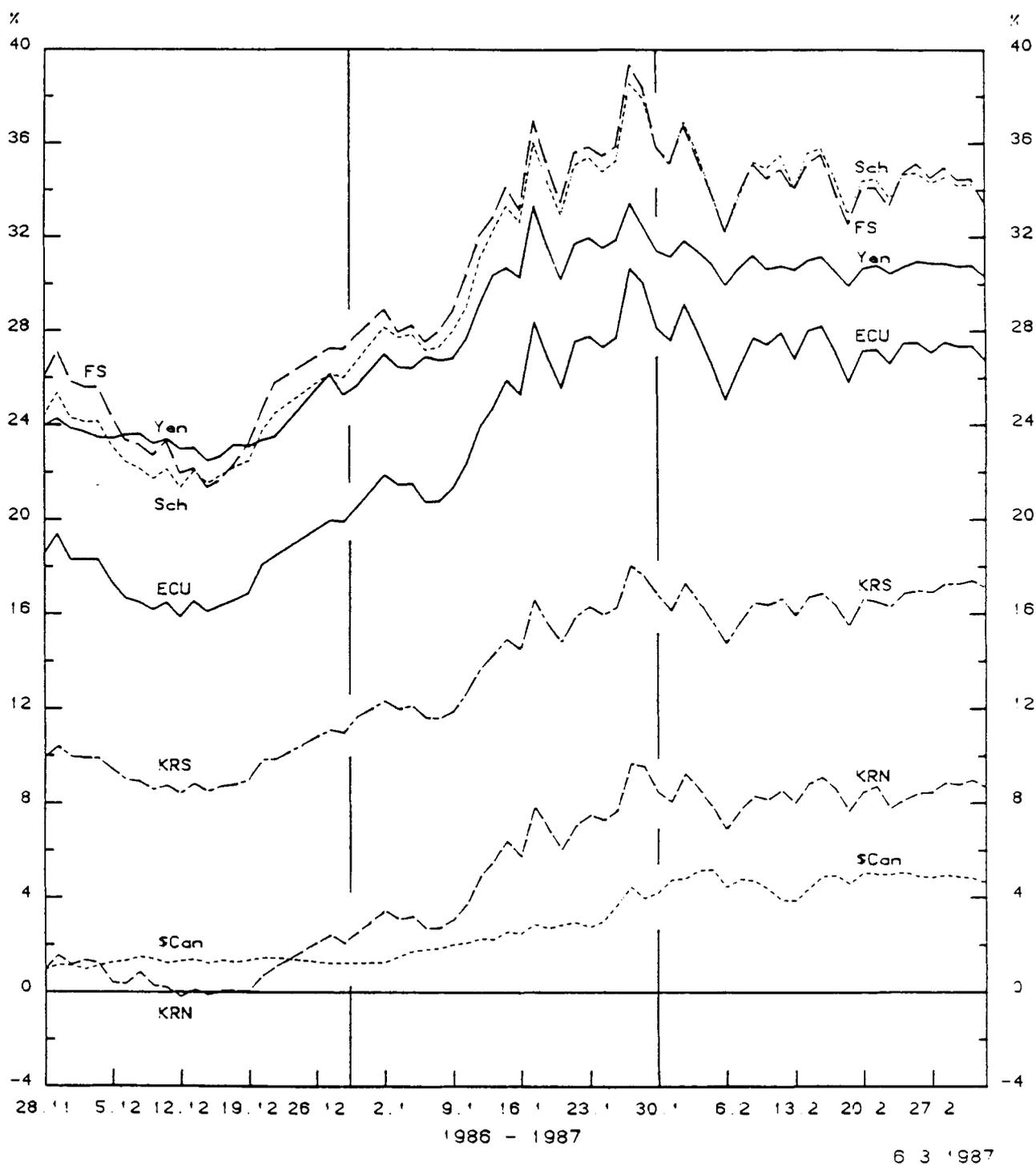
Die Märkte blieben ruhig, und die Kurse schwankten innerhalb geringer Spannen. Das Pfund Sterling befestigte sich weiter.

EVOLUTION DE L'ECU, DU COURS MEDIAN DES MONNAIES PARTICIPANT AU  
MECANISME DE CHANGE DU SME ET DES MONNAIES DES BANQUES CENTRALES DE LA  
CEE NE PARTICIPANT PAS A CE MECANISME, SUR LA BASE DES COURS RELEVES  
LE 31 DECEMBRE 1985 VIS-A-VIS DU \$EU \*



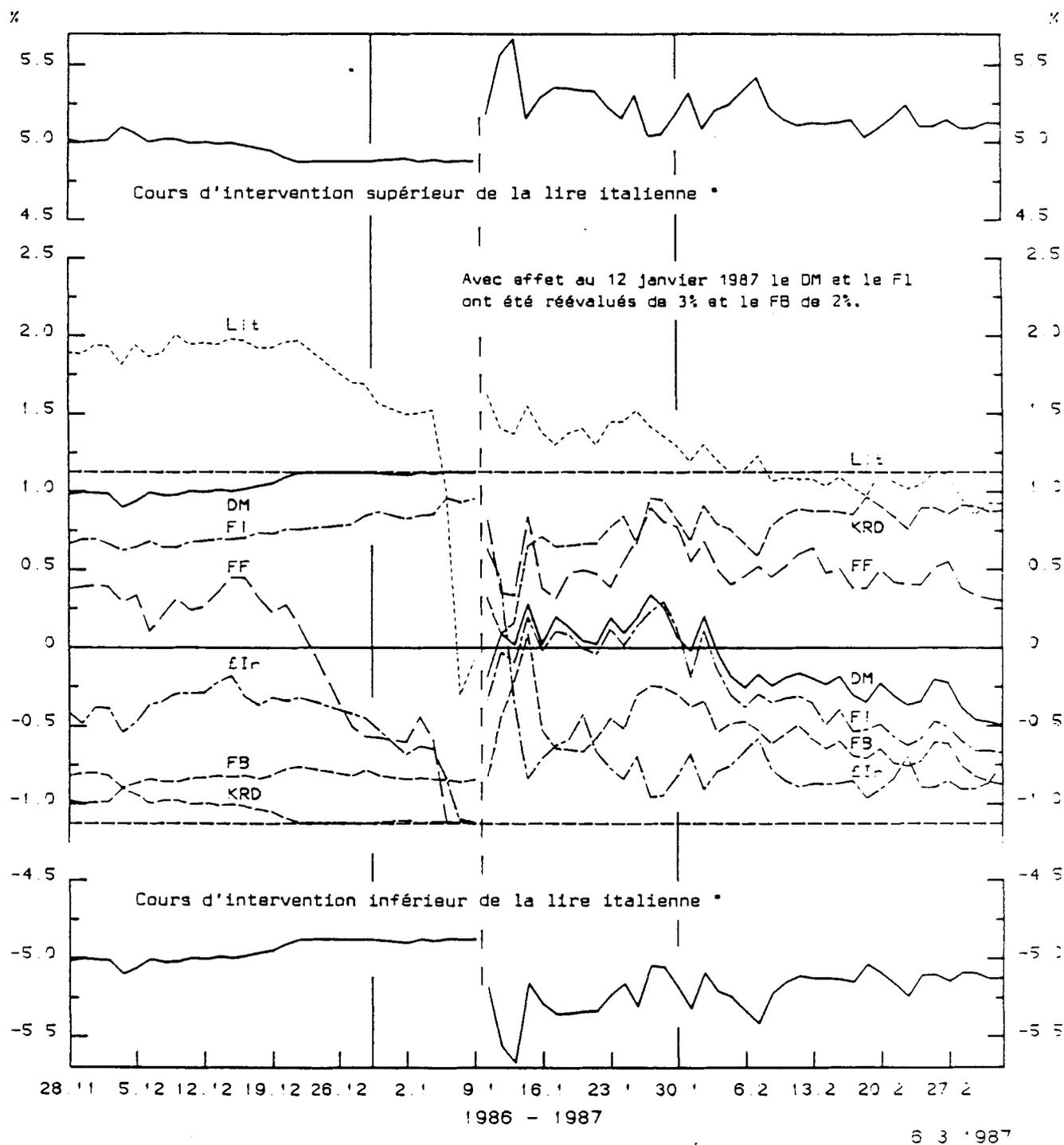
\*\* Voir page suivante.

EVOLUTION DE L'ECU ET DES MONNAIES DES BANQUES CENTRALES HORS CEE  
PARTICIPANT A LA CONCERTATION, SUR LA BASE DES COURS RELEVES LE  
31 DECEMBRE 1985 VIS-A-VIS DU \$EU \*



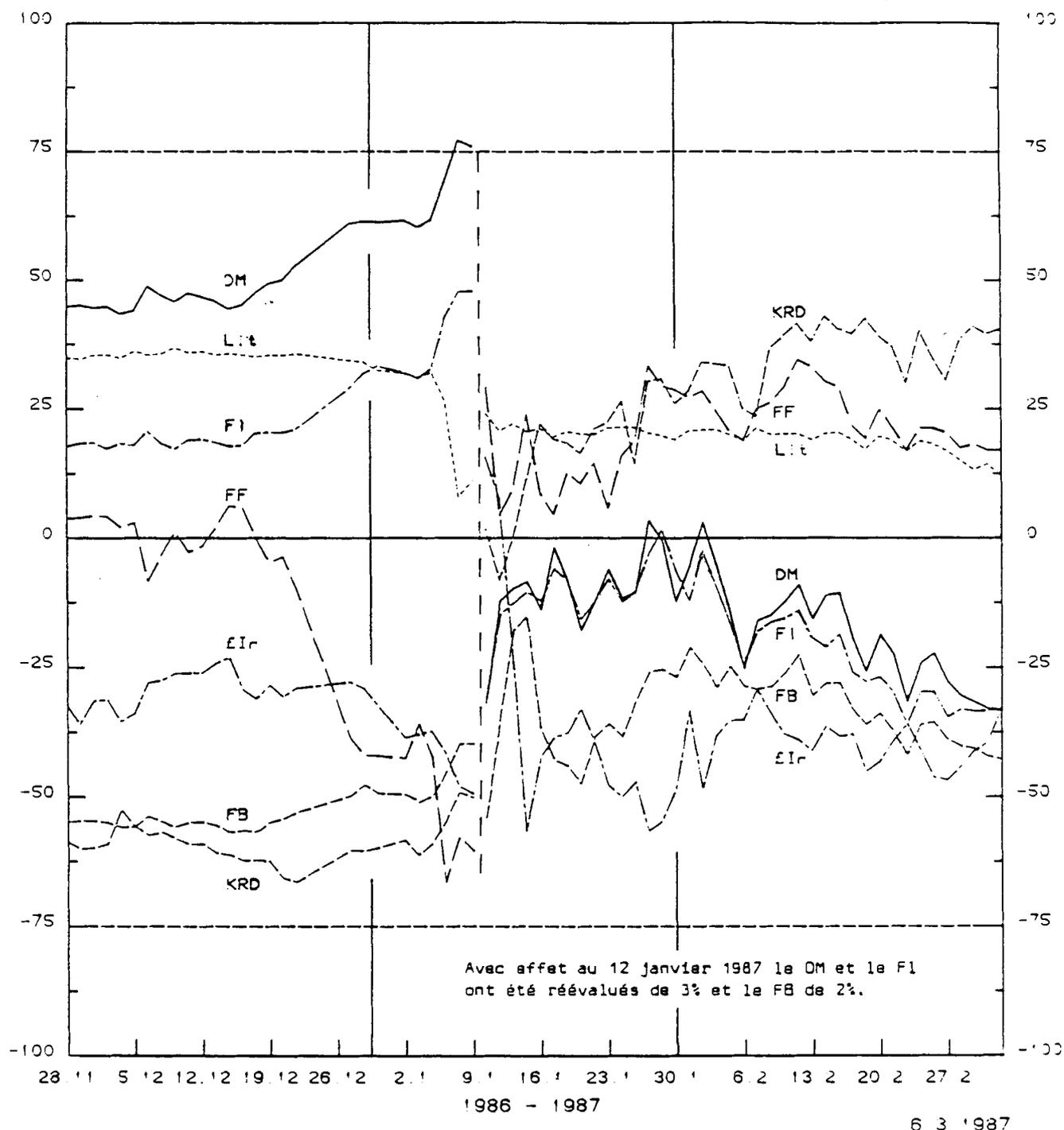
\*\* ECU 1,12622; £ 0,6930; DR 147,7599; PTA 153,7503; ESC 158,4995;  
\$Can 1,3975; FS 2,0725; Yen 200,7001; KRS 7,5650; KRN 7,5850;  
Sch 17,2901; cours médian des monnaies participant au SME 1,11003. Le  
cours médian des monnaies participant au SME représente la moyenne  
journalière des cours des deux monnaies à marge de fluctuation de  
2,25%, exprimés en dollars 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 DE L'ECU DANS LES DIFFERENTES MONNAIES PARTICIPANTES



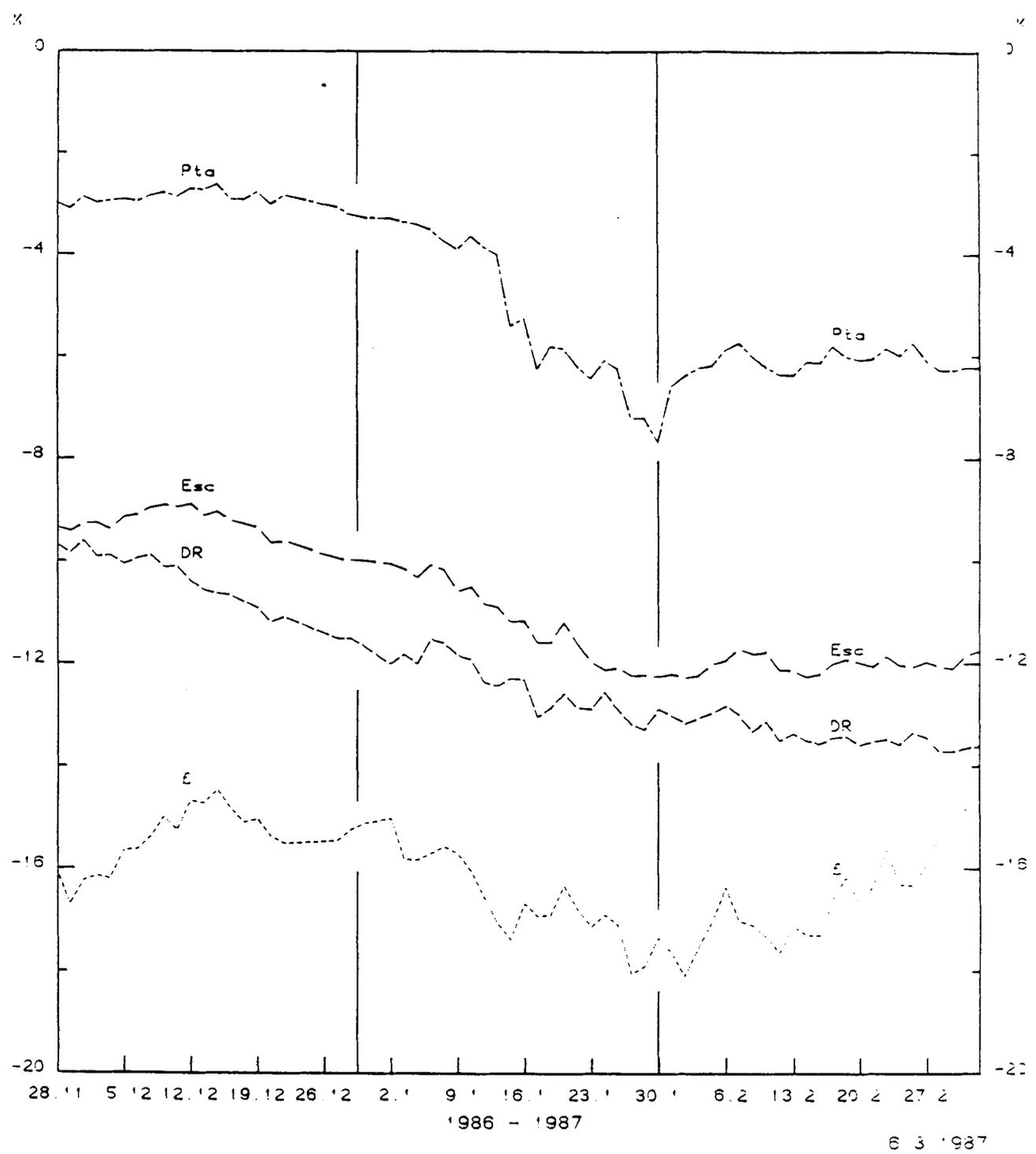
\* Les cours d'interventions supérieur et inférieur de la lire italienne représentent l'écart maximal théorique par rapport à la monnaie la plus faible respectivement la plus forte dans la bande de fluctuation étroite de 2,25%.

## EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE •



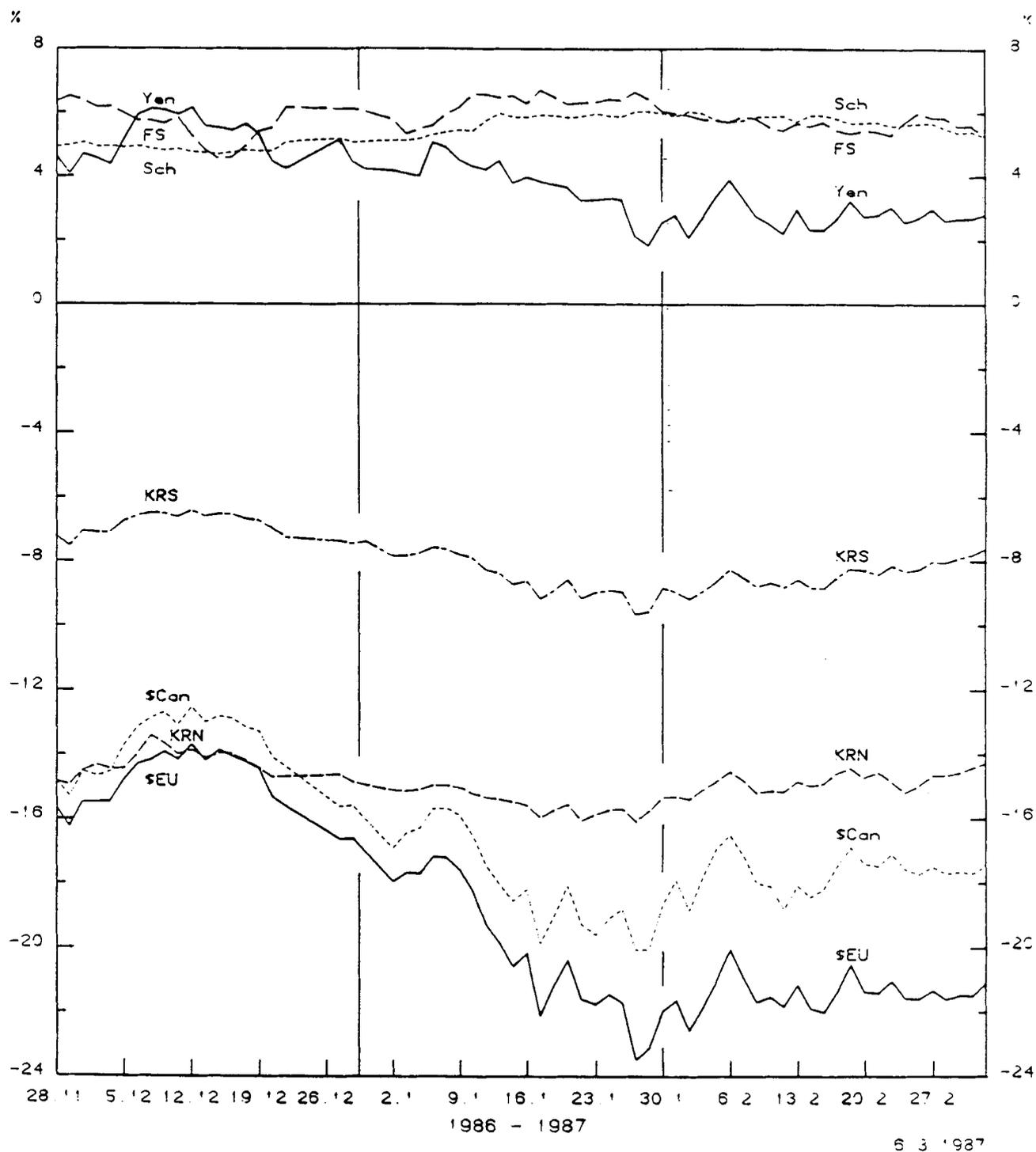
• L'indicateur de divergence a pour but de mesurer, sur une base comparable pour toutes les monnaies participant au mécanisme de change européen, la position d'une monnaie vis-à-vis de son cours-pivot ECU. L'écart maximal de divergence est le pourcentage maximal par lequel le cours de marché de l'ECU dans chaque monnaie peut s'apprécier ou se déprécier par rapport à son cours-pivot ECU; il est exprimé par  $\pm 100$ , le seuil de divergence étant  $\pm 75$ . Les données qui ont servi de base à l'établissement de ce graphique sont les cours de l'ECU exprimés en termes de diverses monnaies, cours qui sont toutefois corrigés des effets des fluctuations de la lire italienne, de la livre sterling et de la drachme grecque au-delà de la marge de 2,25% vis-à-vis des autres monnaies participant au SME.

EVOLUTION DE LA LIVRE STERLING, DE LA DRACHME, DE LA PESETA ET DE L'ESCUDO PAR RAPPORT A L'ECU SUR LA BASE DES COURS DU MARCHE RELEVES LE 31 DECEMBRE 1985 \*



\* £ 0,615334; DR 131,20; PTA 136,519; ESC 140,736.

EVOLUTION DES MONNAIES DES BANQUES CENTRALES HORS CEE PARTICIPANT  
A LA CONCERTATION PAR RAPPORT A L'ECU SUR LA BASE DES COURS DU  
MARCHE RELEVES LE 31 DECEMBRE 1985 \*



\* \$EU 0,887927; \$Can 1,24088; FS 1,84023; Yen 178,207; KRS 6,71717;  
KRN 6,73493; Sch 15,3523.

---

PRELIMINARY REPORT

BY THE [CHAIRMAN OF THE] COMMITTEE OF GOVERNORS  
ON THE STRENGTHENING OF THE OPERATING MECHANISMS OF THE EMS

---

Since the ECOFIN Council meeting of 9th February 1987, the Committee of Governors has begun consideration of the issues raised by the last realignment of EMS central rates and of the monetary policy implications of the liberalisation of capital movements within the Community.

1. Realignment procedure

The Governors are of the view that recent realignments, notably the last one, have not been wholly satisfactory because:

- anticipation by the market led to heavy capital movements, accentuated by too much public debate which created an unsatisfactory atmosphere for realignment discussions;
- confidentiality has not been maintained during the realignment negotiations;
- the last realignment, in particular, may have given the impression that changes in central rates can be forced upon the authorities if market pressure is strong enough.

Some of the above difficulties could be avoided by stricter discipline over public statements and discussions, as well as stricter observation of the existing provisions for secrecy, which would contribute to the de-dramatisation of the realignment negotiations; others, however, are inherent in the political factors involved in any change in EMS central rates.

Entrusting [to a technical body][to the Committee of Governors or the Monetary Committee] the conduct of "small" realignments might allow more

timely decisions, thereby limiting the size of capital movements. The Governors, however, see that such a move would raise a number of problems. In particular:

- (i) It would be difficult to identify the type of realignment to be made subject to such a procedure.
- (ii) There would be a risk of giving the market the impression that small realignments are of minor importance.
- (iii) There would be complications with regard to the agri-monetary implications of these realignment decisions.

[Although not much should be expected from such a change in procedure if the destabilising factors in the system are not adequately dealt with, the Governors are prepared to look further into these problems should the Ministers wish to entrust them with responsibility for small realignments.]

[The Governors noted that a mechanism already exists for de-dramatising realignment decisions, that is reaching agreement in the Monetary Committee, subsequently endorsed by the Ministers and Governors without the latter meeting.]

## 2. Functioning of the operating mechanisms of the EMS

A number of reasons led the market to reassess the sustainability of intra-EMS exchange rate relationships after the comprehensive realignment of April 1986, despite improved convergence. The weakness of the US dollar had been a major influence in this regard. The impact of external factors was reinforced by [political and economic] developments in individual EMS countries as well as by remaining disparities in their economic policies and performances, in a context of progressive liberalisation of capital movements and increasing sophistication of market participants. Markets also had a perception that there was a lack of co-ordination by EEC member states in approaching the emerging tensions. These various factors gave rise to heavy capital movements in the period running up to the realignment.

The Governors agree on the necessity for continued progress towards convergence of economic fundamentals. They stress that the strains that might stem from increased capital mobility should [normally] be dealt

with without resorting to realignments. They recognise that interventions alone cannot be sufficient to counter exchange rate pressures, and that they should be accompanied by measures to make speculation more costly and risky.

To achieve these objectives, various issues are being examined by the Governors. In particular:

- (i) how to bring about a more flexible use of all instruments available for defending the system's cohesion in the short term, i.e. more timely adjustments of interest rate differentials; wider use of existing exchange rate margins within the band; and closer co-operation in conducting interventions;
- (ii) how to strengthen the monitoring and joint evaluation of short-term developments in the system, with a view to agreeing on prompter and more closely co-ordinated action;
- (iii) how to achieve greater co-ordination of exchange rate policies of the EMS countries vis-à-vis the United States and Japan.

### 3. Monetary policy implications of liberalisation

The Committee of Governors has also started to look into the broader implications of global liberalisation of capital movements for monetary policy and exchange rate management. The process of integration of EEC capital markets is already under way, although the points of departure for this process differ from country to country. The Governors reiterate their support for the programme of liberalisation; they stress that while liberalisation will not change the nature of the difficulties of managing the system, it will reinforce the external constraint in exchange and interest rate management.

Liberalisation increases financial interdependence, potentially enlarges short-term capital movements, and entails a reduction in the autonomy of national monetary policies. In principle, it is not possible to combine complete freedom of capital movements and fixed exchange rates with discretionary monetary policy.

There are also a number of technical problems that need to be examined in this context, relating notably to the effects of liberalisation on:

- (i) the identification and management of monetary targets and the transmission mechanism of monetary policy;
- (ii) the harmonisation of regulations affecting financial markets (e.g. prudential controls, tax treatment of financial assets).

Beyond these technical problems, it is clear that the liberalisation process must be accompanied by closer co-operation of monetary policies. Otherwise, there is the risk that larger capital movements might entail strains and possibly force a relaxation of the exchange rate mechanism to cope with market pressures.

Strengthened monetary co-ordination should be placed in the context of achieving a maximum degree of domestic price stability. Such co-ordination, however, will be ultimately ineffectual if not supported by greater convergence of overall economic developments and policies (especially fiscal policies) in member states and by enhanced efforts to reduce structural disparities.

The Committee of Governors will also examine whether the existing financing mechanisms are adequate to forestall speculation and to meet the likely needs of the system in the new environment of free capital movements.

In conclusion, the Governors underline that their examination of the functioning of the EMS and of the implications of liberalisation is at a preliminary stage. They will keep these issues under active consideration in the coming months.