

PROTOKOLL*

DER 225. SITZUNG DES AUSSCHUSSES DER PRÄSIDENTEN
DER ZENTRALBANKEN DER MITGLIEDSTAATEN
DER EUROPÄISCHEN WIRTSCHAFTSGEMEINSCHAFT
BASEL, DIENSTAG, 10. MAI 1988, 10 UHR

Anwesend sind: der Gouverneur der Banque Nationale de Belgique und Ausschussvorsitzende, Herr Godeaux, begleitet von den Herren Janson, Rey und Michielsen; 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 Linde 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 Doyle, begleitet von den Herren O'Grady Walshe und Reynolds; der Gouverneur der Banca d'Italia, Herr Ciampi, begleitet von den Herren Dini und Maserà; 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 Pego Marques; der Gouverneur der Bank of England, Herr Leigh-Pemberton, begleitet von den Herren Loehnis und Price; der Generaldirektor für Wirtschaft und Finanzen der Kommission der Europäischen Gemeinschaften, Herr Costa, begleitet von Herrn Louw; der Sekretär des Währungsausschusses, Herr Kees; der Generaldirektor des Luxemburgischen Währungsinstituts, Herr Jaans.

* Endgültige, in der Sitzung vom 13. Juni 1988 gebilligte Fassung, die gegenüber dem Entwurf nur einige Änderungen redaktioneller Art aufweist.

Zugegen 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.

Der Vorsitzende eröffnet die Sitzung mit dem Vorschlag, die Punkte II und V der Tagesordnung gleichzeitig zu behandeln, da deren Themen miteinander zusammenhängen.

I. Billigung des Protokolls der 224. Sitzung

Der Ausschuss billigt einstimmig das Protokoll der 224. Sitzung, wobei jedoch noch die vorgeschlagenen Änderungen redaktioneller Art in den endgültigen Text aufzunehmen sind.

II. Überwachung der Wirtschafts- und Währungsentwicklung und -politik in den EG-Ländern auf der Grundlage:

- der Vorbereitung durch die "Dalgaard-Gruppe" und der Diskussion des Stellvertreterausschusses;
- von Grafiken und Tabellen.

V. Prüfung der Geldpolitik in den EG-Mitgliedsländern auf der Grundlage des Berichts Nr. 32 der Expertengruppe unter dem Vorsitz von Herrn Raymond;

Verabschiedung eines Mandats für die Expertengruppe unter dem Vorsitz von Herrn Raymond betreffend die Verbesserung der geldpolitischen Koordination zwischen den EG-Ländern.

A. Referat von Herrn Dalgaard

Der Dollar bewegte sich weiterhin in einer engen Bandbreite, die von November 1987 bis Anfang Mai 1988 zwischen DM 1.65 und 1.70 für 1 Dollar lag. Mitte April erlitt der Dollar nach Veröffentlichung der amerikanischen Handelsbilanzzahlen einen kurzen Schwächeanfall, der sehr schnell durch ziemlich bedeutende konzertierte Interventionen mehrerer Zentralbanken gestoppt wurde. Zwei Faktoren trugen zur Stabilität des Dollars bei: Den Märkten wurde klar, dass die Zentralbanken den Dollar nicht sehr viel weiter

sinken lassen würden, und die kurz- und langfristigen Zinssätze in den USA stiegen an. Diese steigende Tendenz hat sich - zumindest was die langfristigen Sätze betrifft - auf einige andere Länder übertragen, insbesondere Frankreich und Deutschland. Es ist nach wie vor nicht ausgeschlossen, dass der Dollar später wieder sinkt, beispielsweise wenn die Inflation in den Vereinigten Staaten wieder steigt, der amerikanische Aussenhandel erneut mit schlechteren Ergebnissen abschliesst oder die "Federal" hinsichtlich der einzuschlagenden Politik unentschlossen wirkt, insbesondere bei der Hinnahme höherer Zinssätze.

Der Yen hat sich auch gegenüber den europäischen Währungen abermals gekräftigt und gegenüber der D-Mark praktisch wieder seinen Kurs vom Sommer 1986 erreicht.

Im EWS haben sich die relativen Positionen der Währungen leicht verändert, und es wurden einige Interventionen vorgenommen. Gesamthaft gesehen war die Lage jedoch ruhig, vor allem wenn man bedenkt, dass in zwei Ländern - Frankreich und Dänemark - Wahlen austauschen. Die französischen Wahlen haben offenbar mehr Einfluss auf die italienische Lira als auf den französischen Franc gehabt. Letzterer kam gar nicht unter Druck. Die Behörden liessen den Kurs abgleiten, wenn auch nur sehr geringfügig, es wurde nicht interveniert, und die Zinssätze wurden nicht geändert.

Die italienische Lira hat sich seit Mitte April abgeschwächt, und es wurden umfangreiche Interventionen am Markt getätigt. Die beträchtlichen Kapitalabflüsse entsprachen weitgehend der Umkehrung der durch die 1987 wieder eingeführten Devisenkontrollen bewirkten Zuflüsse; die italienischen Banken reduzierten so die eingegangenen Kursrisiken.

Die Mitte April in Dänemark aufgetretenen politischen Spannungen führten zu einer gewissen Abschwächung der dänischen Krone und einer Verhärtung der Marktzinsen, aber die Ausschreibung von Wahlen und die Wahlkampagne wirkten sich nicht auf den Wechselkurs aus.

Die übrigen EWS-Währungen sind stabil geblieben. Alles in allem machte man im April und in den ersten Maitagen befriedigende Erfahrungen; es hat sich gezeigt, dass der flexible Einsatz der verschiedenen Instrumente sehr wirksam sein kann; insbesondere scheint es, dass selbst bescheidene Kursveränderungen innerhalb der Schwankungsmarge eine bedeutende stabilisierende Wirkung haben. Diese guten Ergebnisse waren möglich, weil der Markt in nächster Zukunft keine Leitkursanpassung erwartet und damit rechnet, dass eine etwaige spätere Leitkursanpassung von geringem Umfang wäre und

die Marktkurse wahrscheinlich fast unverändert liesse. In diesem Zusammenhang neigt der Markt dazu, sich auf kleine Veränderungen des Zinsgefälles zu konzentrieren. In den drei schon erwähnten Ländern, Dänemark, Frankreich und Italien, dauerten die Kapitalzuflüsse von Gebietsfremden bis zum Zeitpunkt der Wahlen an und profitierten von den hohen Zinssätzen.

In den Niederlanden hat man die Einführung eines Pflichtreservensystems angekündigt; deren Ziel ist nicht eine Verschärfung der Geldpolitik, sondern der Nederlandsche Bank soll damit ermöglicht werden, ihren Einfluss auf die kurzfristigen Zinssätze zu halten.

Ausserhalb des EWS-Wechselkursmechanismus sind zwei Währungen zu erwähnen. Das Pfund Sterling notierte weiter sehr fest; der Druck milderte sich etwas, als die Ölpreise zurückgingen und die Zinssätze in einigen Ländern anzogen, aber in den letzten Tagen legte das Pfund erneut zu. Es wird jedoch erwartet, dass es sich auf längere Sicht wieder abschwächt. Der Kurs der spanischen Peseta ist abermals gestiegen, und die Banco de España tätigte bedeutende Käufe. Der Anstieg des Indexes der Verbraucherpreise um 0,7 % im März - was viel mehr als vorhergesehen war - trieb die Marktzinsen in die Höhe, was neue Kapitalzuflüsse und ein Anziehen des Wechselkurses bewirkte.

Die "Überwachungsgruppe" hat ferner aufgrund der Situation im April die Frage der Wahl der Interventionswährungen diskutiert; in diesem Monat hatte die Banca d'Italia umfangreiche DM-Verkäufe und die Banco de España gleichzeitig beträchtliche DM-Käufe getätigt. Diese Situation hat nicht eigentlich zu Problemen geführt, aber die Gruppe ist sich einig, dass in Zukunft die Interventionspolitik besser koordiniert und die Zusammenarbeit zwischen den betroffenen Zentralbanken enger werden sollte.

B. Referat von Herrn Raymond

Die Konjunktur entwickelt sich zweifellos günstiger als erwartet, aber die Finanz- und Devisenmärkte sind deswegen noch keineswegs vor neuen Turbulenzen gefeit.

Die Europäische Gemeinschaft ihrerseits wird sich mit Schwierigkeiten befassen müssen, die ihr eigen sind.

Zunächst einmal erscheint sie als eine Zone geringeren Wachstums im gesamten OECD-Gebiet. Leider dürfte sie es bleiben. Sie könnte unter einer verstärkten Aggressivität des Fernen Ostens und einer besseren Wettbewerbsfähigkeit der USA leiden. Einige EG-Länder, in denen die

Inlandsnachfrage zu rasch stieg, müssen diese nun drosseln. In den Ländern, die durch den Wechselkursmechanismus mit enger Schwankungsmarge miteinander verbunden sind, kündigen die Prognosen keine gesamthafte Beschleunigung an. Dies ist für jene Länder verständlich, die Zahlungsbilanzprobleme haben. Anders ist es jedoch mit der Bundesrepublik Deutschland, wo die Behörden die Ansicht vertreten, sie hätten kaum noch Spielraum, um die Geldpolitik zu lockern oder den steuerlichen Impuls zu verstärken. Dieser in der Gruppe von den Vertretern der Deutschen Bundesbank geäußerte Standpunkt ist unterschiedlich beurteilt worden.

Ferner leidet die Europäische Gemeinschaft immer noch an mangelnder Konvergenz bei bestimmten wirtschaftlichen Eckdaten.

Bei den Preisen verbessert sich die Konvergenz dank einem leichten Wiederanstieg der Preise in den Ländern, in denen die Teuerungsrate nahezu null ist, und einem weiteren Rückgang in den Ländern mit hoher Teuerung. Hingegen ziehen einige Länder mit einer Teuerungsrate von um die 4 % keine Verbesserung ihres Ergebnisses in Betracht, was - beispielsweise - zu einem Andauern eines Inflationsgefälles von mehreren Prozentpunkten gegenüber Deutschland und damit eventuell zu Problemen hinsichtlich der Kursrelation zur D-Mark führt.

Bei den Leistungsbilanzen nimmt der deutsche Überschuss real weiter ab, aber dieser (Anpassungs-)Gewinn wird durch die Entwicklung der Austauschrelationen verdeckt. Es ist zu befürchten, dass der wertmäßige Überschuss in den kommenden Jahren nur sehr langsam abnimmt und dass die Verschlechterung der Leistungsbilanz der Gemeinschaft insgesamt, die schon indirekt im Zusammenhang mit der asiatischen und amerikanischen Konkurrenz erwähnt wurde, die bereits defizitären Länder ebenso sehr trifft wie Deutschland.

Welche Mittel kann man in Betracht ziehen, um diese Divergenzen zu reduzieren, die mit der Zeit die Stabilität der Paritäten bedrohen können? Ein erstes Instrument ist die Geldpolitik. Kapitel II legt ihren derzeitigen Kurs dar. Weder die Ergebnisse noch das Ausmass des auf die Realwirtschaft ausgeübten Zwangs haben sich offenbar in den letzten sechs Monaten nennenswert verändert. Die Geldmengenaggregate, im allgemeinen die breit definierten, weiten sich schneller als vorhergesehen oder erwünscht aus. Einesteils zeigt sich darin die erhöhte Präferenz der Wirtschaftsteilnehmer für jene Aktiva, die zu kurzfristigen Marktsätzen verzinst werden, da hinsichtlich der künftigen Entwicklung der langfristigen Sätze, die anzuziehen scheinen,

Unsicherheit besteht. Andererseits ist diese Entwicklung auch das Ergebnis einer beschleunigten Ausweitung des Inlandskredits, die je nach Land mehr oder weniger ausgeprägt und seit kurzem oder längerem aufgetretenen ist.

Die Geldpolitik in Deutschland wird als relativ nachgiebig angesehen; dort haben sich die Geldmengenaggregate, auch die der engsten Definition, schon seit nunmehr zwei Jahren rasch ausgeweitet. Konflikte zwischen den äusseren und den inneren Zielen sind in Grossbritannien und in Spanien aufgetreten, wo die kurzfristigen Zinssätze trotz einer Überhitzung der Binnenwirtschaft wegen der Zunahme der Devisenreserven gesenkt werden mussten.

Die derzeitige Geldmengenexpansion wird nicht als Bedrohung für die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik angesehen, jedenfalls nicht in unmittelbarer Zukunft. Sie ist jedoch eine Aufforderung, in Zukunft eine gewisse Vorsicht walten zu lassen, worauf die Gruppe schon in früheren Berichten hingewiesen hat.

Die deutschen Vertreter sind der Meinung, dass sie ihren Spielraum nun fast völlig ausgeschöpft haben, sowohl wegen der in der Wirtschaft angehäuften Liquidität als auch wegen des niedrigen Stands der nominalen Zinssätze. Einige andere Mitglieder der Gruppe fanden allerdings, die deutschen Behörden könnten sich Flexibilität erlauben.

In den Ländern, deren Leistungsbilanz sich verschlechtert, ist oft die Ansicht geäußert worden, dass ein weiteres Anheben von ohnehin schon hohen Zinssätzen dem schon schwachen Wachstum in Europa schaden könnte.

Diese Diskussionen zeigen, dass wenig Hoffnung besteht, umfassende Anpassungen der Geldpolitik mit dem Ziel einer stärkeren wirtschaftlichen Konvergenz auf kaltem Wege durchführen zu können. Die gleiche Feststellung kann auch für die Finanzpolitik gemacht werden, wenn auch freilich hier einige Länder noch in einer Situation sind, die korrigiert werden sollte, da das Defizit oder die Verschuldung der öffentlichen Hand noch hoch sind. Was Deutschland betrifft, so ist man dort der Meinung, man habe 1987 einen Schritt in der für die internationale Anpassung richtigen Richtung getan, aber man könne nicht schneller vorangehen, vor allem nicht 1989, was von einigen bestritten wird.

Die Mitglieder der Gruppe finden es allerdings gefährlich, eine Situation zu schaffen, in der man sich für die Lösung der Divergenzen und der Spannungen am Markt ausschliesslich auf die Geldpolitik stützen will. Sie fordern auch, dass man die Strukturreformen nicht vernachlässigen sollte,

die die globale Effizienz der europäischen Volkswirtschaften verbessern könnten.

C. Referat von Herrn Janson

1. Die Stellvertreter haben sich gleichzeitig befasst mit:

- dem mündlichen Bericht von Herrn Dalgaard, der sich im wesentlichen auf die gegenwärtige Lage auf den Devisenmärkten konzentriert;
- den Bericht Nr. 32 der "Raymond-Gruppe", der von einer längerfristigen Perspektive ausgeht und vor allem grundlegendere Fragen behandelt.

Die Stellvertreter haben mit Befriedigung zur Kenntnis genommen, dass die derzeitige Lage auf den Devisenmärkten, sowohl im EWS als auch weltweit, vom Fehlen von nennenswerten Spannungen gekennzeichnet ist; sie sind jedoch über gewisse Entwicklungen besorgt, die in Zukunft zu Störungen führen könnten.

2. Was die derzeitige Lage betrifft, haben die Stellvertreter folgende Punkte hervorgehoben:

- der als der US-Dollar nach der Veröffentlichung von schlechteren Ergebnissen bei der Leistungsbilanz einen Schwächeanfall erlitt, zeitigten die in grossem Umfang durchgeführten koordinierten Interventionen eine psychologische Wirkung; die Stellvertreter halten es für nötig, diese psychologische Wirkung so weit als möglich zu bewahren;
- innerhalb des EWS ist der Wahlkampf ohne grössere Spannungen verlaufen; dieser Erfolg ist nicht nur der Flexibilität der Zinssätze zuzuschreiben, sondern auch den günstigen Ergebnissen bei der Konvergenz, insbesondere was die Beziehungen zwischen Deutschland und Frankreich betrifft;
- schliesslich wurde die Notwendigkeit enger und häufiger Konsultationen über die Wahl der Interventionswährungen unterstrichen, insbesondere unter den Zentralbanken, die das EWS-Abkommen unterzeichnet haben.

3. Was die längerfristigen Aussichten angeht, so haben die Stellvertreter ihre Aufmerksamkeit zwei Problemen gewidmet:

- dem Ansteigen der langfristigen Zinssätze, das bisher in den Vereinigten Staaten ausgeprägter war als in Europa und eine Ausweitung des Gefälles der langfristigen Zinsen bewirkte;
- dem Unvermögen Europas, ein stärkeres Wirtschaftswachstum zu gewährleisten und vermehrte Konvergenz zwischen seinen Mitgliedern zu erzielen, was die Gefahr von Spannungen auf internationaler Ebene und innerhalb Europas mit sich bringt (dies ist die Hauptthese des Berichts Nr. 32, und Herr Raymond hat sie soeben in Erinnerung gerufen).

Angesichts der Rolle, die die von Deutschland betriebene Wirtschaftspolitik in diesem Zusammenhang spielt, hielten es die Stellvertreter für wesentlich, den Standpunkt des deutschen Vertreters zu hören. Herr Gleske hielt ein interessantes Referat. Die Stellvertreter haben mit Befriedigung festgestellt, dass die Bundesbank zur Zeit nicht die Absicht hegt, den Kurs ihrer Geldpolitik zu ändern und dass sie den Expansionsrhythmus der Geldmengenaggregate nicht als einen Faktor ansieht, der an sich schon die Preisstabilität gefährden könnte. Der Vertreter der Bundesbank wies jedoch darauf hin, dass das kräftige Geldmengenwachstum aufmerksam überwacht werden muss, soweit sich nämlich in den Impulsen, die von der Realwirtschaft kommen, eine gewisse Klimaveränderung bei der Preisstabilität äussert.

Die Stellvertreter haben im übrigen zur Kenntnis genommen, dass - ebenfalls nach Ansicht der deutschen Behörden - die geringe Wachstumsrate in Deutschland ihren Ursprung in demographischen und strukturellen Faktoren hat. Eine Politik der Stimulierung der Inlandsnachfrage würde daher dieses Problem kaum lösen. Was die Geldpolitik betrifft, wäre eine Senkung der kurzfristigen Zinssätze kontraproduktiv, da sie über gesteigerte Inflationserwartungen zu einem Anstieg der langfristigen Kapitalmarktsätze führen würde.

Umgekehrt wurde vermerkt, dass eine Verschärfung der Geldpolitik kontraproduktiv sein könnte. Ein Anheben der Zinssätze würde in der Tat zu Kapitalzuflüssen (oder zu einer Abnahme der Kapitalabflüsse) beitragen und damit auch zu einer Zunahme der liquiden Mittel führen. Gleichzeitig würde die Zinserhöhung auf ganz Europa zurückwirken. Diese Wirkungen könnten nur um den Preis stärkerer Schwankungen der Wechselkurse, sowohl im EWS als auch international, vermieden werden. Eine erhöhte Flexibilität der Wechselkurse wäre nun aber nicht im Interesse der europäischen Länder; sie könnte nichts zur einer verbesserten Konvergenz beitragen und hätte negative Folgen für die Lenkung des EWS.

D. Diskussion des Ausschusses

Herr Duisenberg gibt einige Erläuterungen zur Einführung eines Pflichtreservesystems in den Niederlanden ab. Bisher habe die Nederlandsche Bank zwei Instrumente eingesetzt, nämlich die amtlichen und die Zinssätze für den Banken gewährte Vorschüsse sowie die quantitativen Kreditbeschränkungen, aber sie möchte auch im langfristigen Bereich einen Einfluss auf die Ertragskurve ausüben können. Zu diesem Zweck sei mit der Regierung ein Abkommen geschlossen worden, und die Zentralbank werde im langfristigen Bereich Offenmarktgeschäfte tätigen können; in einer ersten Etappe wird sie sich in einem Zeitraum von 18 bis 24 Monaten ein Portefeuille von Staatsschuldverschreibungen im Betrag von rund 3 Mrd. Gulden aufbauen. Da eine Finanzierung des Haushaltsdefizits nicht in Frage komme, werde der von den Banken gehaltene Bestand kurzfristiger Staatspapiere gleichzeitig um einen ähnlichen Betrag vermindert. Das Ergebnis werde eine Erhöhung der liquiden Mittel der Banken sein, und mit deren Einverständnis werde diese zusätzliche Liquidität während der Übergangszeit mittels Pflichtreserven eingefroren. Sobald das Portefeuille an Staatstiteln aufgebaut sei, werde die Nederlandsche Bank die Zinssätze am langfristigen Kapitalmarkt besser beeinflussen können.

Herr Pöhl begrüsst es, dass die Frage der Interventionen und ihrer Koordinierung von der "Überwachungsgruppe" diskutiert worden ist; dies gehöre just zu deren Aufgaben, und es obliege den Zentralbanken, ihre Bemühungen um Stabilisierung der Wechselkurse im EWS und auch gegenüber dem Dollar zu koordinieren. Innerhalb des EWS bestünden klare Verfahrensregeln für die Koordination; diese Regeln seien im Abkommen über die Errichtung des Systems und in der Übereinkunft von Basel/Nyborg vom September 1987 schriftlich festgehalten. Sie sähen vor, dass Interventionen in EWS-Währungen, ob es sich um Käufe oder Verkäufe handle, nur mit Zustimmung der die Interventionswährung ausgebenden Zentralbank gestaltet seien. Diese Regeln seien grundlegender Natur, und sie müssten von allen Mitgliedern der Gemeinschaft respektiert werden, und zwar sowohl von jenen, die dem Wechselkursmechanismus angehören, als auch von den anderen.

Die Bemerkungen der Herren Raymond und Janson, insbesondere über die fehlende Konvergenz in der Gemeinschaft, verdienen eine nähere Betrachtung. Es sei richtig, dass es im Bereich der Leistungsbilanzen an Konvergenz mangle, die Ungleichgewichte hätten sich sogar leicht verstärkt, insbesondere wegen des Rückgangs der Öl- und Erdgaspreise. Man müsse auch die Entwicklung der Inlandsnachfrage und den Inflationsdruck in Betracht ziehen und

sich auf die Leistungsbilanzen konzentrieren, nicht auf den Aussenhandel, denn die Leistungsbilanzen schliessen so wichtige Posten wie die unentgeltlichen Übertragungen innerhalb der EG und den Tourismus ein. Man könne sich fragen, ob, wie behauptet, die bestehenden beträchtlichen Ungleichgewichte die Stabilität des Wechselkursmechanismus bedrohen. Auf lange Sicht treffe dies vielleicht zu, aber auf kurze Sicht stelle man fest, dass trotz dieser aussenwirtschaftlichen Ungleichgewichte und des Umfelds der Wahlen keine Spannungen aufgetreten seien. Es wäre jedoch interessant, die Ursachen dieser Ruhe näher zu untersuchen. Die Ungleichgewichte führen so lange nicht zu Spannungen und Problemen, wie sie durch Kapitalbewegungen ausgeglichen werden. Letztere sollten nicht bloss Darlehen oder Ausleihungen darstellen, sondern vor allem Direktinvestitionen, und die Defizitländer sollten die Bedingungen für solche Investitionen bei sich verbessern.

Man könne sich auch fragen, ob die aussenwirtschaftlichen Ungleichgewichte reduziert werden müssen, und welches die besten Mittel zur Erreichung dieses Ziels wären. Die Änderung des Wechselkurses sei ein solches Mittel, aber aus sehr guten Gründen sei es zur Zeit mehr oder weniger ausgeschlossen; überdies hätten kleine Änderungen keine Auswirkung auf die Leistungsbilanz. Gleichwohl bleibe der Wechselkurs ein korrektes und klassisches Mittel zur Korrektur von aussenwirtschaftlichen Ungleichgewichten. Die andere Methode, die in Massnahmen auf dem Gebiet der allgemeinen Wirtschaftspolitik und der Haushaltspolitik bestehe, falle nicht in die Zuständigkeit der Notenbankpräsidenten. Diese müssten klar und deutlich sagen, Hauptziel der Geldpolitik sei nicht, die Irrtümer der Haushaltspolitik auszubügeln, sondern die Preisstabilität zu erhalten. In dieser Hinsicht sei die deutsche Geldpolitik eher expansiv, wenn man die Geldmengenaggregate und den niedrigen Stand der Zinssätze ansehe. Wenn daher auch kein Spielraum bestehe, so sei doch auch im Moment nicht vorgesehen, an diesem nachgiebigen Kurs etwas zu ändern.

Der Vorsitzende bemerkt, dass die Zentralbankpräsidenten mehrmals die Notwendigkeit einer besseren Koordinierung der Interventionen hervorgehoben haben und dass die dafür nötigen Kommunikationsmittel existieren. Man könne sich daher fragen, in welcher Form, in welchem Gremium, eine bessere Koordinierung konkret verwirklicht werden könnte.

Herr Rubio erklärt, Spanien nehme nicht am Wechselkursmechanismus teil und habe daher nicht die gleichen rechtlichen Verpflichtungen; es unterrichte jedoch seine Partner von seinen Interventionen, und es habe es unterlassen, in Zeiten von Spannungen oder Druck D-Mark zu kaufen. Im übrigen

gebe es Fälle, in denen man sehr schnell intervenieren müsse und es nicht möglich sei, vorher zu informieren oder sich zu beraten. Diese Probleme müssten in einem allgemeineren Rahmen diskutiert werden. So sei das Problem der Interventionen mit jenem der Zusammensetzung der Reserven verknüpft. Spanien habe eben gerade eine Menge Dollars, gemessen an der Grösse seiner Volkswirtschaft, und es möchte nicht noch mehr. Die Banco de España sei daher bereit, alle diese Fragen zu besprechen, insbesondere den Aspekt der Reservenzusammensetzung, der bisher noch nie genannt worden sei, sie sei bereit, ihren Standpunkt darzulegen und den der anderen anzuhören.

Herr Tavares Moreira kommentiert einige Bemerkungen über Portugal im Bericht Nr. 32. Dieser behaupte beispielsweise, die Verlangsamung der Expansion der Geldmengenaggregate sei geringer als programmiert gewesen. Die Verlangsamung habe jedoch im Zusammenhang mit verschiedenen Faktoren dem Programm entsprochen, beispielsweise den Kapitalzuflüssen, der staatlichen Verschuldung und der Umstufung gewisser Bankeinlagen von portugiesischen Emigranten, die als Gebietsfremde gelten. Im bestehenden inflationären Umfeld habe zwar die fehlende Flexibilität der geldpolitischen Instrumente keine weitere Reduktion der Geldmengenexpansion erlaubt, aber die Zentralbank sollte bald über flexiblere Instrumente verfügen können. Was die portugiesische Leistungsbilanz angehe, so müsse die Erwähnung einer bedeutenden Verschlechterung im Jahre 1988 korrigiert werden, da man erwarte, dass die Leistungsbilanz dennoch weiterhin einen Überschuss von rund US-\$ 600 Mio. ausweisen werde.

Herr Duisenberg fragt sich, ob seitens von Herrn Rubio nicht ein Missverständnis bezüglich der Interventionen vorliege. Artikel 15 des EWS-Abkommens schreibe nämlich vor, dass die Interventionen in Gemeinschaftswährungen nur mit der Zustimmung der die Interventionswährung ausgebenden Zentralbank erfolgen können, und diese Regel sei für alle Unterzeichner des Abkommens verbindlich, nicht bloss für die Teilnehmer am Wechselkursmechanismus.

Herr de Larosière vermerkt, dass es neben dem von Herrn Duisenberg erwähnten rechtlichen Aspekt auch noch einen allgemeineren Aspekt gebe. Es wäre nämlich für das Gleichgewicht des EWS sehr gefährlich, wenn europäische Zentralbanken einzeln in einer Währung ihrer Wahl mit ihnen genehmen Beträgen in der Absicht intervenierten, die Zusammensetzung ihrer Reserven zu ändern. Eine solche Politik hätte sehr störende Auswirkungen auf die Mitglieder des Wechselkursmechanismus, die verpflichtet seien, ständig ein sehr eng

definiertes Verhältnis zwischen ihren Wechselkursen und beispielsweise demjenigen der D-Mark zu unterhalten. Hier bestehe daher ein echtes Problem, das vor einiger Zeit und unter anderen Umständen mit den englischen Partnern besprochen worden sei.

Herr Pöhl setzt den Gedankengang der Herren Duisenberg und de Larosière fort und erinnert daran, dass das Abkommen über das EWS vom 13. März 1979 allgemeingültig sei; dies bedeute, dass alle Unterzeichner und nicht nur die Teilnehmer am Wechselkursmechanismus sich daran zu halten hätten. Überdies seien sich die Notenbankpräsidenten immer über den Grundsatz einig gewesen, dass die Interventionen zu koordinieren seien. Zu diesem Zweck sei ein Telefonnetz eingerichtet worden, und täglich fänden vier Konzertationen statt. Dies alles habe sehr gut funktioniert, und im Rahmen dieses Systems hätten mehrere Zentralbanken, wie z.B. die Banque de France, nach Konsultierung und schliesslich mit der Zustimmung der Deutschen Bundesbank, beträchtliche DM-Guthaben angehäuft. Eine solche Regel sei sowohl für das EWS wie auch für die Zusammenarbeit in der Siebenergruppe von grundlegender Bedeutung. Man könne ja nicht erwarten, dass eine Zentralbank Dollars erwerbe, während andere D-Mark kauften.

Herr Rubio zeigt sich überrascht über die Ausführungen von Herrn Duisenberg und dessen Auslegung des Artikels 15 des Abkommens über das EWS vom 13. März 1979. Er ist mit diesen Ausführungen nicht einverstanden und äussert die Überzeugung, dass die Banco de España ihren rechtlichen Verpflichtungen aus diesem Abkommen nachgekommen sei, indem sie die erforderlichen Informationen über ihre Transaktionen im Rahmen der Konzertation geliefert habe. Seiner Meinung nach könnten für die Banco de España keine weiteren rechtlichen Verpflichtung aus dem EWS-Abkommen abgeleitet werden, da sie nicht der Wechselkursdisziplin unterstehe. Ohnehin sei nicht der rechtliche, sondern der wirtschaftliche Aspekt der wichtigste. Diesbezüglich müsse daran erinnert werden, dass die Banco de España 1987 und in den ersten Monaten von 1988 den US-Dollar massiv gestützt und einen sehr beträchtlichen Teil an den Dollarkäufen der EG-Zentralbanken beteiligt gewesen sei. Ausserdem sei die Banco de España bereit sei, mit den anderen EG-Zentralbanken in Zeiten einer Krise zusammenzuarbeiten und die Probleme im Zusammenhang mit den Interventionswährungen und der Reservenzusammensetzung zu diskutieren, wenn eine Untersuchung dieses ganzen Fragenkomplexes gewünscht werde.

Herr Hoffmeyer ruft in Erinnerung, dass das Konzertationstelefonnetz Anfang der siebziger Jahre in der EWG eben gerade geschaffen worden sei, um die Zusammenarbeit zwischen den Partnern zu ermöglichen; erst später seien

andere Länder, insbesondere die Vereinigten Staaten und Japan, angeschlossen worden. Die Konsultation vor Interventionen sei ein ständiger Grundsatz, der immer eingehalten worden sei.

Im Bericht Nr. 32 der Experten träten bei der Frage der Stabilität des EWS zwei Hauptaspekte hervor, nämlich jener der Entwicklung der Wettbewerbsfähigkeit der europäischen Länder und jener der Zahlungsbilanzen, insbesondere des deutschen Überschusses. Hinsichtlich der Wettbewerbsfähigkeit seien die Ergebnisse und die daraus zu ziehenden Schlüsse je nach den angewandten Kriterien - Inflationsrate, Deflator des Bruttoinlandsprodukts oder Stundenkosten der Arbeitskräfte unterschiedlich. Trotz technischer Schwierigkeiten könnte es interessant sein, die Stundenkosten der Arbeitskräfte als Ansatz zu nehmen, und mit diesem Kriterium könnten die Schlussfolgerungen weniger negativ auffallen als im Bericht Nr. 32. Der deutsche Leistungsbilanzüberschuss bleibe besorgniserregend. Das Wirtschaftswachstum werde 1988 gewiss kräftiger sein als vorhergesehen, vielleicht bis zu 3 %, und dies könnte die Ausweitung der Industrieexporte Dänemarks nach Deutschland erklären. Auf zwei Dinge sei jedoch hinzuweisen. Erstens sei das Land Schleswig-Holstein, das Dänemark zunächst liege, eine Zone der Depression, mit hoher Arbeitslosigkeit, und Exporte dorthin seien daher schwierig. Zweitens seien die Vorhersagen hinsichtlich des Wachstums und des Leistungsbilanzüberschusses in Deutschland für 1989 eher pessimistisch, und es bestehe die Gefahr, dass sie eine Wechselkursanpassung erforderlich machten.

Der Vorsitzende bezieht sich auf die Äusserungen von Herrn Pöhl über die Ungleichgewichte innerhalb Europas gegenüber Deutschland und auf die möglichen Korrekturmaßnahmen. Die europäischen Länder schienen auf dem deutschen Markt nicht sehr wettbewerbsfähig zu sein, denn die Zunahme ihrer Ausfuhren sei schwächer als jene der Nicht-EG-Länder. Eine theoretische Lösung, die Lösung eines Volkswirtschaftslehrbuchs, nämlich die Anpassung der Wechselkurse, sei genannt worden, aber man dürfe nicht übersehen, dass bei der Wettbewerbsfähigkeit noch andere Faktoren als die Preise eine Rolle spielten. Der Fall Belgiens sei in dieser Beziehung bedeutsam: Seine Währung habe sich gegenüber dem französischen Franc aufgewertet und gegenüber der D-Mark und dem holländischen Gulden abgewertet; die belgischen Ausfuhren nach Frankreich entwickelten sich nun aber besser als jene nach Deutschland und den Niederlanden. Es habe daher den Anschein, dass die Korrektur der Paritäten, nicht das einzige und gewiss nicht das wichtigste Mittel zur Korrektur eines aussenwirtschaftlichen Ungleichgewichts sei.

Nach Ansicht von Herrn de Larosière ist diese differenzierte Entwicklung der belgischen Ausfuhren darauf zurückzuführen, dass die Inlandsnachfrage in Frankreich rascher steige als in Deutschland.

Herr Pöhl räumt ein, dass die fünf deutschen Forschungsinstitute für 1989 eine Verlangsamung des Wirtschaftswachstums in Deutschland vorhersehen, die teilweise mit den angekündigten Steuererhöhungen zusammenhängt. Es handle sich hier jedoch um einen Bereich, für den die Finanzminister zuständig seien. Ebenso könnte es wünschenswert sein, diesen zu sagen, dass die bestehenden Ungleichgewichte weder durch Änderungen der Wechselkurse - die die Notenbankpräsidenten unter den derzeitigen Umständen nicht für angezeigt halten - noch durch die Geldpolitik korrigiert werden könnten. Die Regierungen müssten daher andere Vorkehrungen treffen.

Der Vorsitzende ruft in Erinnerung, dass die Zentralbankpräsidenten ein Mandat für die Expertengruppe unter dem Vorsitz von Herrn Raymond über die Verbesserung der geldpolitischen Koordination verabschieden müssen; die Stellvertreter haben diese Frage geprüft und einen Entwurf, datiert vom 9. Mai 1988, vorgelegt.

Herr Janson erklärt, die Stellvertreter hätten in der Tat drei von verschiedenen Zentralbanken vorgelegte Entwürfe geprüft und versucht, eine Synthese davon zu erstellen. Diese werde im Entwurf vom 9. Mai 1988 vorgelegt; bei den ersten vier Punkten sei ein Konsensus erzielt worden, aber über Punkt 5 habe man sich nicht einigen können, und es werden daher den Notenbankpräsidenten drei Varianten vorgelegt: die erste entspreche eher der These der Banque de France und der Banca d'Italia, die zweite beruhe auf den Anregungen der Bank of England, und die dritte sei ein Kompromissvorschlag der Präsidentschaft.

Herr Leigh-Pemberton weiss es zu schätzen, dass der von den Stellvertretern vorgelegte Entwurf unter Punkt 5 die zweite Variante enthält, aber er könne der dritten Variante zustimmen, die klar ausdrücke, was die "Raymond-Gruppe" zu tun habe; er schlägt ferner einige kleine redaktionelle Verbesserungen der englischen Fassung des Mandats vor.

Herr de Larosière erklärt, er könne sich Herrn Leigh-Pemberton und damit der dritten Variante für Punkt 5 anschliessen; er schlägt jedoch vor, den wirklich sehr vagen Ausdruck "émergence" zu streichen und in der französischen Version zu sagen: "pour faciliter la discussion des politiques monétaires envisagées en vue de développer une approche coordonnée".

Herr Ciampi hält fest, seine bevorzugte Variante des Punkt 5 sei Nr. 1, aber er könne sich der Variante 3 anschliessen; er schlägt ferner vor, im englischen Text den Ausdruck "fostering" durch ein Wort zu ersetzen, das etwas dynamischer klingt, vielleicht "developing".

Der Vorsitzende stellt fest, dass der Ausschuss damit einverstanden ist, das Mandat für die "Raymond-Gruppe" mit der Variante 3 für Punkt 5 und den von den Herren Leigh-Pemberton, de Larosière und Ciampi vorgeschlagenen Änderungen redaktioneller Art zu verabschieden (vgl. Anlage 2, endgültige Fassung des Mandats).

In Beantwortung einer Frage des Vorsitzenden erklärt Herr Raymond, das soeben vom Ausschuss verabschiedete Mandat scheine ihm für die Arbeiten der Expertengruppe zweckmässig. Die Gruppe habe die Wünsche der Notenbankpräsidenten schon etwas vorweggenommen, indem sie im Bericht Nr. 32 Angaben zur Position der Europäischen Gemeinschaft im Vergleich zur übrigen Welt machte und sich ziemlich ausführlich zur Konvergenz äusserte. Das Mandat könne daher nur noch den Willen der Experten, auf diesem Weg weiterzugehen, verstärken. Es wäre jedoch wünschenswert, dass die Notenbankpräsidenten ihren Experten erklärten, sie seien bei der Diskussion der Themen frei und nähmen an den Arbeiten nicht nur teil, um sich zum Anwalt der Politik ihres Landes zu machen.

III. Verabschiedung des Ausschussberichts an die EG-Finanzminister über die Entwicklung an den Devisenmärkten der neunzehn an der Konzertation beteiligten Länder im April und in den ersten Maitagen 1988

Der Vorsitzende stellt fest, dass der Ausschuss den "Konzertationsbericht" billigt; dieser wird wie üblich den Finanzministern der EG-Länder zugestellt werden.

IV. Fortsetzung des Gedankenaustauschs über den Währungsaufbau Europas auf der Grundlage des Berichtsentwurfs des Vorsitzenden der Stellvertreter und deren Diskussion vom 9. Mai

Der Vorsitzende ruft in Erinnerung, dass der Vorsitzende Stoltenberg die Tagesordnung der nächsten informellen Zusammenkunft des Rats der Finanzminister am 14. Mai 1988 in Travemünde verschickt hat; es ist darin ein

kurzer mündlicher Bericht des Vorsitzenden des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten über die europäische Währungszusammenarbeit vorgesehen. Mit diesem sehr baldigen Termin im Auge haben die Stellvertreter an ihrer Sitzung vom Montag gearbeitet und sollten die Präsidenten eine Diskussion in Angriff nehmen.

A. Referat von Herrn Janson

Herr Janson erklärt zunächst, er habe den Stellvertretern ein zweites Arbeitspapier verteilt, dessen Zweck gewesen sei und auch immer noch bleibe, die Situation zusammenzufassen und die Bereiche in Erinnerung zu rufen, die im April schon Gegenstand eines Gedankenaustauschs der Stellvertreter und der Notenbankpräsidenten gewesen sind. Es handelt sich daher nicht um einen Text, der gebilligt werden muss, damit daraus ein Bericht des Ausschussvorsitzenden werden kann. Der Vorsitzende wird aber selbstverständlich den Ministern einen kurzen Bericht erstatten müssen; auf der Grundlage der bisherigen Diskussionen könnte dieser Bericht nach den folgenden grossen Linien aufgebaut werden, wobei natürlich auch die Kommentare, die die Notenbankpräsidenten heute dazu abgeben, berücksichtigt werden müssten.

1. Die Zentralbankpräsidenten hielten einen ersten Gedankenaustausch zu den Überlegungen ab, die in den ihnen vorliegenden Denkschriften enthalten sind.

2. Es handelt sich um grundlegende Fragen, die sich sowohl auf das derzeitige Funktionieren des Europäischen Währungssystems als auch auf den künftigen europäischen Währungsaufbau beziehen. Die Prüfung dieser Fragen erfordert eine umfangreiche Vorbereitung; daher beschränken sich die Bemerkungen der Zentralbankpräsidenten in diesem Stadium eher auf das einschlagende Verfahren für diese Prüfung.

3. Die Zentralbankpräsidenten stellen fest, dass viele der aufgeworfenen Fragen sich auf Bereiche beziehen, die speziell in ihre Zuständigkeit fallen.

Sie vermerken, dass sie zu einigen Aspekten der gewünschten Stärkung des Europäischen Währungssystems mit der Übereinkunft von Basel/Nyborg schon Beschlüsse gefasst haben; im übrigen haben die Zentralbankpräsidenten die nötigen Vorkehrungen getroffen, um andere Aspekte näher zu prüfen, die mit der vollständigen Liberalisierung des Kapitalverkehrs verknüpft sind, insbesondere mögliche Verbesserungen der geldpolitischen Koordination.

(Dies haben sie soeben mit dem der "Raymond-Gruppe" erteilten Mandat getan.)

4. Die Zentralbankpräsidenten beabsichtigen, sich mit den anderen Aspekten der unterbreiteten Vorschläge in dem Masse zu befassen, als sie in ihre Zuständigkeit fallen. Es scheint ihnen wünschenswert, dass - sowohl hinsichtlich des Ausbaus des jetzigen Systems als auch für die Überlegungen zum europäischen Währungsaufbau - die notwendigen Arbeiten in den zuständigen Gemeinschaftsinstitutionen durchgeführt werden, wo alle betroffenen Mitgliedsstaaten und Zentralbanken vertreten sind.

5. Die Zentralbankpräsidenten sind sich einig über den Geist, in dem die Arbeiten durchzuführen sind:

- die Errungenschaften des Europäischen Währungssystems bei der inneren und äusseren Stabilität sind zu konsolidieren und die künftigen Fortschritte des Systems auf dieser Grundlage aufzubauen;
- man muss für eine Diskussion der Ideen offenbleiben, die das System stärken können und mit denen man in ausgeglichener Weise dem Ziel der Wirtschafts- und Währungsunion näherkommt;
- es ist zweckmässig, die Prüfung auf die konkreten Vorschläge zu konzentrieren, die eingereicht worden sind, wobei ihre Grundlagen und ihre technischen Aspekte zu berücksichtigen sind.

6. Die Notenbankpräsidenten werden die nötigen Vorkehrungen treffen, damit die Arbeiten in einer vernünftiger Frist abgeschlossen werden können, aber sie werden sich die nötige Zeit für eine vertiefte Untersuchung dieser verschiedenen Themen nehmen.

B. Diskussion des Ausschusses

Herr de Larosière findet, aufgrund der Diskussionen, die die Stellvertreter und die Präsidenten schon abgehalten haben, könnte der Bericht an die Minister etwas detaillierter sein. Im April schienen sich die Notenbankpräsidenten nämlich über zwei Punkte einig. Der erste sei gewesen, eine Untersuchung der möglichen Änderungen in Angriff zu nehmen, mit denen das derzeitige Funktionieren des EWS verbessert werden könnte; verschiedene Anregungen seien in den Memoranden gemacht worden; Herr de Larosière erinnert daran, dass er in diesem Zusammenhang eine Untersuchung des Problems der Symmetrie wünscht. Der zweite Punkt sei gewesen, mit der Prüfung eines in sehr viel fernerer Zukunft liegenden Problems zu beginnen, nämlich der Währungsintegration in Europa, mit den institutionellen und praktischen Aspekten, die sie mit sich bringen kann.

Es wäre wünschenswert, wenn diese beiden Punkte im mündlichen Bericht an die Minister zum Ausdruck kämen.

Der Vorsitzende weist darauf hin, dass die Notenbankpräsidenten gemäss Punkt 5 der von Herrn Janson vorgelegten grossen Linien sich über den Geist einig seien, in dem die Arbeiten durchzuführen seien. Sie hielten es für notwendig, die Errungenschaften des EWS zu konsolidieren und die künftigen Fortschritte des Systems auf dieser Grundlage aufzubauen, und seien bereit, Ideen zu diskutieren, die in ausgeglichener Weise Fortschritte auf das Ziel der Wirtschafts- und Währungsunion hin ermöglichen könnten. Freilich handle es sich hier um ein Schema, das vielleicht etwas ausführlicher formuliert werden könnte.

Herr Janson erinnert daran, dass unter dem gleichen Punkt 5 der grossen Linien des Berichts von der Zweckmässigkeit die Rede ist, die Prüfung auf die konkreten Vorschläge zu konzentrieren, die eingereicht worden sind, wobei ihre Grundlagen und ihre technischen Aspekte zu berücksichtigen seien; dies bedeute, dass die Notenbankpräsidenten sich bereit erklärten, alle vorgelegten Memoranden in Betracht zu ziehen.

Herr Pöhl räumt ein, es sei nicht leicht, einen Bericht über Fragen vorzulegen, die noch nicht im einzelnen diskutiert worden seien. Die den Ministern zu übermittelnde Botschaft könnte in drei Kapitel gegliedert werden. Im ersten würde man darlegen, was die Zentralbankpräsidenten getan hätten, um die Übereinkunft von Basel/Nyborg in Praxis umzusetzen, beispielsweise die wichtigen Schritte zur Verbesserung der geldpolitischen Koordination, einschliesslich der der Expertengruppe erteilten Mandats, sowie die Verwendung der neuen Kreditfazilitäten und die Koordinierung der Interventionen. In einem zweiten Kapitel würde festgehalten, dass die Zentralbankpräsidenten bereit seien, die technischen Änderungen der Funktionsweise des EWS zu prüfen, die insbesondere von den französischen und italienischen Behörden vorgeschlagen worden sind; aber der Ausdruck "Symmetrie" sollte nicht verwendet werden, da er irreführend sei und zu Meinungsverschiedenheiten unter den Notenbankpräsidenten führe. Die verschiedenen Vorschläge könnten dennoch kurz in Erinnerung gerufen werden, wobei zu festzuhalten wäre, dass ihre Prüfung und der entsprechende Bericht an die Minister Zeit benötigen werden. In einem dritten Teil schliesslich könnte vom institutionellen Rahmen für die Entwicklung einer Währungsunion gesprochen werden. Dies müsse aber mit Vorsicht und Zurückhaltung geschehen. Der politische Kurs in diesem Bereich sei nämlich unklar, und es wäre besser, die Sitzung des

Europäischen Rats von Ende Juni abzuwarten, ehe man sich entscheide. Würden die Staatsoberhäupter keinen Beschluss zu diesem Thema fassen, wäre es verfrüht oder gar gefährlich, ihnen jetzt zuvorzukommen; sollten sie tatsächlich übereinkommen, eine Expertengruppe zu schaffen, werde diese bei ihrer Arbeit Kontakt mit den Zentralbanken halten müssen, und die Zentralbankpräsidenten werden diese Arbeit prüfen können.

Herr Ciampi findet, die von Herrn Janson vorgelegten Vorschläge für die grossen Linien des Berichts des Ausschussvorsitzenden gäben derzeitigen Stand der Diskussionen der Stellvertreter wiedergeben, der es nicht ermögliche, in einem Vorbericht viel weiter zu gehen. Man müsse jedoch vermeiden, sich Fragen wegnehmen zu lassen, die in die Zuständigkeit der Zentralbanken fallen, und es wäre daher nützlich, eine etwas genauere Aufstellung der Themen zu geben, die die Zentralbankpräsidenten prüfen werden; in diesem Sinne könnten einige Kommentare, insbesondere jene von Herrn de Larosière, dem vorgeschlagenen Berichtsentwurf etwas mehr Substanz verleihen. Es wäre auch angezeigt, wie Herr Pöhl in Erinnerung gerufen hat, die Grenzen der Geldpolitik deutlich festzuhalten; diese könne nicht allein die ganze Last der Anpassung tragen; die Haushaltspolitik müsse eine tragende Rolle spielen, während es Hauptziel der Geldpolitik sei, die Stabilität der Preise und der Wechselkurse zu gewährleisten.

Herr Duisenberg räumt zwar ein, dass der Europäische Rat Ende Juni vielleicht keinen Beschluss auf dem Gebiet der Währungsintegration fassen wird, aber es wäre verfehlt, sich auf eine solche Hypothese zu stützen. Es sei wichtig, dass die Währungsfragen und die künftige Entwicklung des EWS weiterhin von den verantwortlichen Organen untersucht werden, d.h. vom Währungsausschuss und vom Ausschuss der Zentralbankpräsidenten, und letzterer sollte diesen Standpunkt den Ministern zur Kenntnis bringen.

Der Vorsitzende weist darauf hin, dass die grossen Linien des Berichts unter Punkt 4 zwei wichtige Aussagen enthalten, nämlich dass die Zentralbankpräsidenten jene Aspekte der eingereichten Vorschläge prüfen werden, die in ihre Zuständigkeit fallen, und dass es wünschenswert sei, die Untersuchungen über die Stärkung des EWS und den europäischen Währungsaufbau in den zuständigen Gemeinschaftsinstitutionen durchzuführen, d.h. im Währungsausschuss und im Ausschuss der Zentralbankpräsidenten. Wie Herr Pöhl jedoch gesagt habe, wenn die Staatsoberhäupter eine Expertengruppe schaffen wollen, so sollte man sich dem nicht widersetzen.

Herr Leigh-Pemberton bemerkt, dass mehrere Zentralbankpräsidenten bei den Ministern geltend machen möchten, dass die Geldpolitik ihre Grenzen hat und dass die Wirtschaftspolitik als Ganzes, insbesondere die Haushaltspolitik, ihre Aufgabe erfüllen müssten. Hier sollte man etwas deutlicher werden und, ausgehend vom Bericht von Herrn Janson vom 27. April 1988, folgende Notwendigkeiten hervorheben:

- in Bereichen, die nicht in die Zuständigkeit der Zentralbanken fallen, wie der Koordination der gesamten Wirtschaftspolitik und der Behandlung der strukturellen Wachstumshindernisse müssen Fortschritte erzielt werden;
- Das EWS dürfe nicht in einer Weise geändert werden, dass die Stabilität der Wirtschaft gefährdet werde.

Sollten sich nämlich einige Länder verleiten lassen, eine expansivere Haushalts- und selbst Geldpolitik zu führen, ohne die strukturellen Probleme in Angriff zu nehmen, würden sie kein stärkeres Wachstum erzielen und das Risiko schaffen, das EWS und die Stabilität zu ruinieren.

Herr de Larosière erklärt, er sei alles in allem einverstanden mit dem, was man den Ministern vorlegen wolle, insbesondere was die Notenbankpräsidenten getan haben und noch tun wollen; er fügt hinzu, er wolle nicht den Eindruck erwecken, der Begriff der "Symmetrie" werde vom Ausschuss gebilligt. Es müsse jedoch klar sein, dass in den künftigen Arbeiten des Ausschusses über die konkreten Vorschläge die Frage einer vermehrten Symmetrie bei den Interventionen nicht umgangen werde. Diese Frage könnte sogar im mündlichen Bericht des Vorsitzenden als eine Idee des Gouverneurs der Banque de France erwähnt werden.

Herr Pöhl präzisiert, er sei durchaus damit einverstanden, dass die Zentralbankpräsidenten über den Begriff der Symmetrie diskutieren, ohne ihn im übrigen auf die Interventionen zu beschränken, sondern unter Einschluss der Wirtschaftsergebnisse. Es scheine jedoch besser, diesen Ausdruck zu vermeiden, denn wenn es auch eine gewisse Asymmetrie bei den Wirtschaftsergebnissen gebe, so dürfen doch die Zentralbankpräsidenten nicht den Eindruck erwecken, dass sie die Existenz einer Asymmetrie bei den Interventionspflichten einräumen.

Der Vorsitzende schliesst die Diskussion mit der Erklärung, dass die verschiedenen Bemerkungen der Zentralbankpräsidenten genügend Material

für einen vorläufigen mündlichen Bericht ergeben;¹ er hebt hervor, dass die Zentralbankpräsidenten sich einig sind, keine der in den verschiedenen Memoranden enthaltenen Idee beiseite zu schieben, sondern alle sollen zu gegebener Zeit untersucht und alle Meinungen angehört werden.

VI. Weitere Fragen innerhalb der Zuständigkeit des Ausschusses

- Probleme der in Japan tätigen europäischen Banken

Herr Janson erklärt, den Stellvertretern sei von den Dienststellen der Kommission ein Ersuchen zugegangen, darauf hinzuwirken, dass der Ausschuss der Zentralbankpräsidenten bei der Bank von Japan vorstellig wird. Es ginge darum, die Bank von Japan dazu zu bewegen, dass sie gewisse Hindernisse beseitigt, denen die ausländischen Banken in Japan bei der Entgegennahme von Einlagen und am Interbankmarkt begegnen. Diese Frage ist schon im Währungsausschuss zur Sprache gekommen, und die Meinungen dazu gingen auseinander.

Die Stellvertreter sind der Ansicht, dass bilaterale Schritte der betroffenen Länder zweckmässiger und wirksamer wären als ein kollektives Vorgehen des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten. Dieser Weg sei mit einigem Erfolg von verschiedenen Ländern wie Grossbritannien und den Vereinigten Staaten eingeschlagen worden. Überdies dürfe man die innenpolitischen Probleme nicht unterschätzen, die in Japan durch die Deregulierung und die Ausweitung der Verfahren auftreten.

Der Vorsitzende stellt fest, dass sich der Ausschuss der Ansicht der Stellvertreter anschliesst, es sollten keine kollektiven Schritte bei den japanischen Behörden unternommen werden, sondern es solle jedem selbst überlassen bleiben, auf bilateraler Ebene vorzugehen.

VII. Zeit und Ort der nächsten Sitzung

Die nächste Sitzung findet am Montag, dem 13. Juni 1988, um 10 Uhr in Basel statt, d.h. unmittelbar vor der Generalversammlung der BIZ. Traditionsgemäss beschränkt sich die Junisitzung auf wenige Punkte, wie die Billigung

1 Der Text, der als Grundlage für den Bericht des Vorsitzenden diene, ist als Anlage 3 diesem Protokoll beigelegt.

des Protokolls und des "Konzertationsberichts". Wie in den Vorjahren soll dieser Bericht an einer Sitzung der "Konzertationsgruppe" am Montag, dem 13. Juni, um 8.30 Uhr vorbereitet werden. Das Verfahren der "Überwachung", die im Juni 1987 noch nicht existierte, könnte ohne Sitzung der Expertengruppe mittels der telefonischen Konzertation vom Freitagnachmittag durchgeführt werden; diese könnte in diesem besonderen Fall erweitert werden, damit Herr Dalgaard am Montag den Zentralbankpräsidenten einen Bericht vorlegen kann. Sollte die Lage es erfordern, könnte die "Überwachungsgruppe" selbstverständlich während des Wochenendes in Basel eine Sitzung abhalten. Das gleiche gilt für den Ausschuss der Stellvertreter. Im Moment ist jedoch nichts derartiges vorgesehen.

Ausschuss der Präsidenten
der Zentralbanken der Mitgliedstaaten
der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft

10. Mai 1988

Vertraulich

Übersetzung

KURZBERICHT ÜBER DIE ENTWICKLUNG AUF DEN
DEVISENMÄRKTEN DER LÄNDER DER AN DER KONZERTATION
BETEILIGTEN ZENTRALBANKEN

April 1988

Der nachstehende Bericht gibt einen Überblick über die Entwicklung auf den Devisenmärkten der Länder der an der Konzertation beteiligten Zentralbanken* sowie über deren Interventionen im April und während der ersten Maitage 1988.

I. ENTWICKLUNG DER WECHSELKURSE

Die wichtigsten Geschehnisse auf den Devisenmärkten im April 1988 waren:

- Der US-Dollar festigte sich leicht gegenüber den meisten Währungen.
- Trotz einiger Positionsänderungen herrschte im EWS weiterhin Stabilität.
- Die allgemein positiv eingeschätzte Konjunktorentwicklung und Befürchtungen einer Inflation führten in einigen Ländern zu Zinserhöhungen.

Der US-Dollar verzeichnete per saldo gegenüber den meisten wichtigen Währungen einen minimalen Kursgewinn. Während des ganzen Monats kamen dem Dollar steigende US-Zinssätze sowie Erwartungen eines weiteren Anstiegs zugute. Nach der Veröffentlichung einer leichten Ausweitung des amerikanischen

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

Handelsbilanzdefizits im Februar kam der Dollar vorübergehend unter Verkaufsdruck. Der Kursrückgang des Dollars wurde jedoch gebremst, als weitverbreitete Berichte über konzertierte Interventionen den Eindruck verstärkten, dass die offizielle Koordination andauerte. Am Monatsende notierte der Dollar gegenüber der D-Mark rund $3/4$ % höher und gegenüber dem Yen $1/2$ % höher.

Im EWS herrschte auch weiterhin Stabilität; es ergaben sich jedoch einige Änderungen in den Positionen der einzelnen Währungen. Insbesondere die italienische Lira und die dänische Krone schwächten sich ab.

Die D-Mark erwies sich als recht stabil. Der Index ihres gewogenen Aussenwerts gegenüber 14 Industrieländern (1972 = 100 %) lag Ende April 1988 mit 172,8 % geringfügig unter dem Stand von Ende März (173,1 %). Kleineren Kursgewinnen beim Schweizer Franken, der italienischen Lira und der dänischen Krone standen Einbussen beim US-Dollar und dem Pfund Sterling gegenüber.

In einem von den Präsidentschaftswahlen geprägten Klima bewegte sich der französische Franc in einer recht engen Bandbreite, wobei die Veröffentlichung von weniger befriedigenden Wirtschaftsergebnissen sein Kursverhalten kaum beeinflusste (Aussenhandelsdefizit von FF 5,2 Mrd. im Februar, gegenüber FF 0,6 Mrd. im Januar; Teuerung von 0,3 % im März nach 0,2 % im Februar).

Der holländische Gulden notierte gegenüber den EWS-Währungen während des ganzen Monats fest. Die Nederlandsche Bank kaufte in mässigem Umfang D-Mark, um diese Tendenz etwas zu bremsen.

Der belgische Franc verbesserte seine Position im EWS geringfügig. Die Leitzinssätze blieben unverändert.

Die dänische Krone büsste in der Mitte des Monats im engen EWS-Kursband $1/2$ % ein; dies hing mit einer schwierigen politischen Lage zusammen, die in der Ausschreibung von Parlamentsneuwahlen gipfelte.

Das irische Pfund war relativ stabil und verharnte während des ganzen Monats in der oberen Hälfte des EWS-Kursbandes. Die Central Bank of Ireland kaufte im Berichtszeitraum netto Devisen, um anhaltende Nettozuflüsse zu absorbieren, und senkte am 11. April ihren Zinssatz für kurzfristige Kredite um $3/4$ Prozentpunkt auf $8 1/2$ %.

Die italienische Lira kam etwas unter Druck, da die Marktteilnehmer vor den französischen Präsidentschaftswahlen die kurzfristige Kreditaufnahme in Fremdwährungen weiter reduzierten. Die Banca d'Italia intervenierte mehrmals am Markt; sie nahm eine leichte Abwertung der Lira gegenüber der D-Mark hin, verteidigte dagegen den Lira/FF-Kurs.

Das Pfund Sterling notierte sehr fest, und zeitweise kam es zu starker Nachfrage aus dem Ausland. Die Rücknahme der britischen Leitzinsen um 1/2 % (auf 8 %, den tiefsten Stand seit 10 Jahren) am 8. April dämpfte eine Zeitlang die Euphorie, aber nach Bekanntwerden der enttäuschenden US-Handelsbilanz im Februar kam es zu erneuten Zuflüssen. Obschon es vor der Veröffentlichung der britischen Handelsbilanzzahlen für März zu einigen vorsichtigen Gewinnmitnahmen kam, erholte sich das Pfund nach der Bekanntgabe des niedrigeren Handelsbilanzdefizits und schloss den Monat fest. Der Index des gewogenen Aussenwerts stieg um 0,4 auf 78,4 % (1975 = 100 %).

Im Verlauf des Monats schwächte sich die griechische Drachme gegenüber dem US-Dollar um 0,9 % und gegenüber der ECU um 0,2 % ab. Ihr gewogener Aussenwert ging um 0,5 % zurück.

Wegen anhaltenden Kapitalzuflüssen und trotz einiger Devisenkäufe der Banco de España schloss die spanische Peseta den Monat gegenüber den EG-Währungen im gewogenen Durchschnitt um 0,8 % höher. Gegenüber dem US-Dollar notierte die Peseta um 0,2 % fester.

In Übereinstimmung mit der von den Behörden festgelegten Kurspolitik wurde der monatliche Satz, um den der portugiesischen Escudo im gewogenen Durchschnitt abgewertet wird, um 0,1 Prozentpunkt auf 0,3 % gesenkt.

Der Schweizer Franken büsste gegenüber allen Währungen an Wert ein. Gegenüber dem US-Dollar betrug der Kursverlust knapp über 1 1/2 %. Sein gewogener Aussenwert ging um 1,6 % zurück. Diese Tendenz wird dem inländischen Zinsniveau zugeschrieben, das weiterhin niedrig ist.

Der österreichische Schilling schwächte sich gegenüber dem US-Dollar um 0,8 % ab; die Monatsamplitude betrug 2 %. Gegenüber der D-Mark schwankte der Schilling lediglich um 0,06 %.

Gestützt durch einen anhaltenden Devisenzustrom, der sich in den letzten Apriltagen noch verstärkte, festigte sich die schwedische Krone gegenüber ihrem Währungsindex, der sich von 130,75 auf einen knapp über der unteren Bandgrenze von 130,00 liegenden Stand veränderte. Um die rasche Kreditexpansion zu bremsen und die Inlandsnachfrage zu reduzieren, wurde der Diskontsatz mit Wirkung ab 29. April von 7,5 auf 8,5 % angehoben.

Die norwegische Krone gewann weiter an Boden. Im gewogenen Durchschnitt befestigte sie sich um 1,6 %. Die Hauptfaktoren dafür waren weiterhin festere Ölpreise und ein hohes Niveau der inländischen Zinssätze. Obschon sich das Zinsgefälle gegenüber den Korbwährungen etwas verringerte, lag es am Monatsende immer noch bei durchschnittlich 6 3/4 %.

Der gewogene Aussenwert der Finnmark stieg leicht an. Die Bank von Finnland intervenierte mit einigen Käufen.

Der kanadische Dollar wertete sich gegenüber dem US-Dollar um 0,4 % auf und schloss den Monat auf US-\$ 0,8130; im gewogenen Durchschnitt der Zehnergruppe befestigte er sich um 0,6 %. Ursächlich für die Stärke der heimischen Währung waren die nach wie vor kräftige Konjunktur Kanadas, günstige Austauschrelationen und günstige Differenzen zwischen vergleichbaren Geldmarktsätzen der USA und Kanadas.

Der japanische Yen wurde gegenüber dem US-Dollar in einer relativ engen Bandbreite gehandelt; er erlitt eine geringe Einbusse von 0,3 %. Zurückzuführen war die Stabilität des Yen teils auf konzertierte Interventionen der wichtigsten Zentralbanken, die vor allem Mitte April stattfanden, teils auf das Ausbleiben der vorher erwarteten massiven Dollarverkäufe von japanischen institutionellen Anlegern. Gegenüber den wichtigsten europäischen Währungen legte der Yen 0,3 % zu.

II. INTERVENTIONEN

A. Interventionen in US-Dollar

Im April tätigten die Zentralbanken Nettokäufe in Höhe von US-\$ 4,6 Mrd., verglichen mit US-\$ 2,5 Mrd. im März. Die Bruttokäufe beliefen sich auf US-\$ 5,2 Mrd.; davon entfielen US-\$ 2 Mrd. auf konzertierte Interventionen, die um die Monatsmitte herum zur Stützung des US-Dollars getätigt wurden. Die wichtigsten Käufer waren die Bank of Canada und die Bank of Japan. Die Bruttoverkäufe betragen US-\$ 0,6 Mrd.

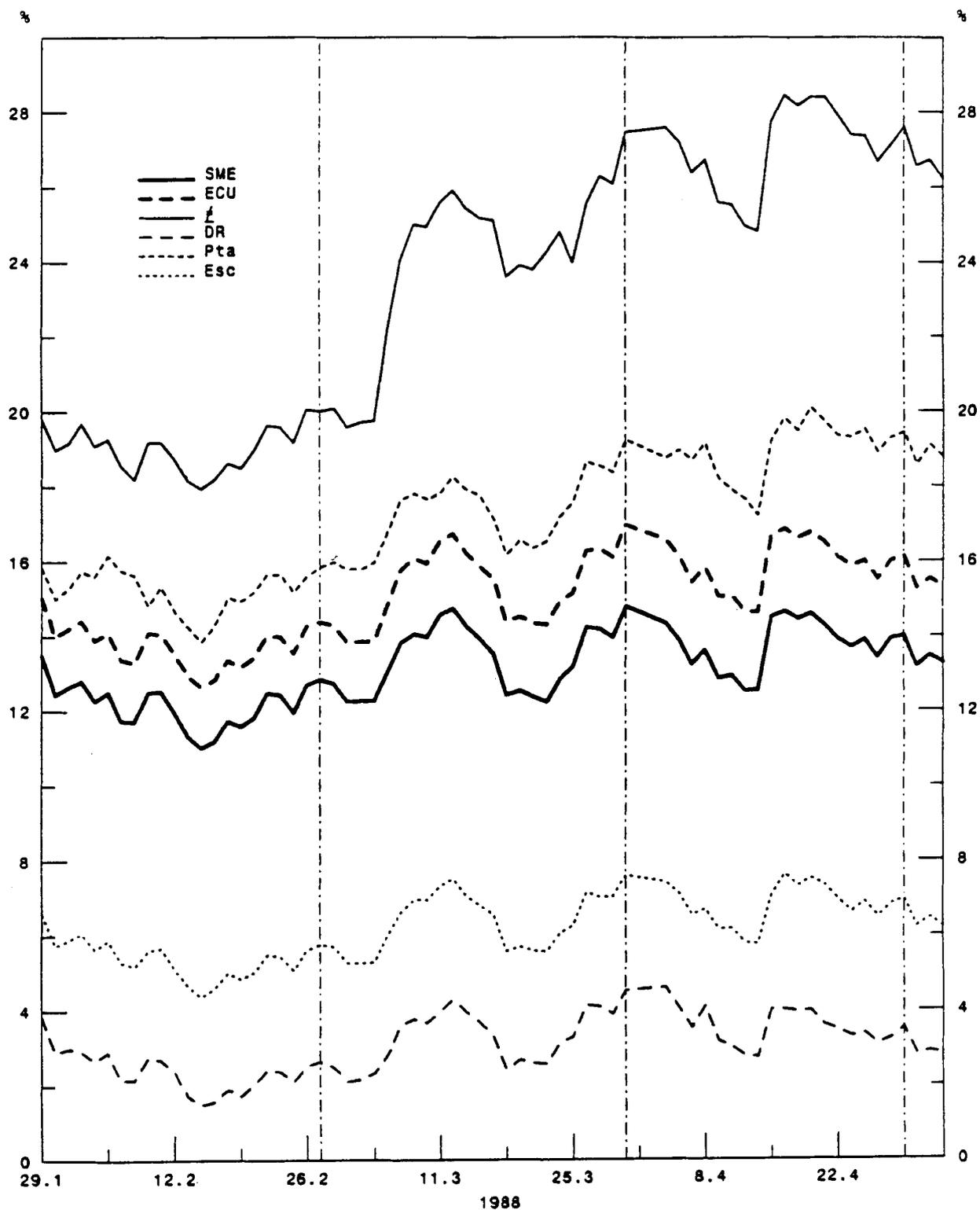
B. Interventionen in Gemeinschaftswährungen und privater ECU

Die von EG-Zentralbanken in EWS-Währungen durchgeführten Interventionen beliefen sich auf umgerechnet US-\$ 2,8 Mrd., verglichen mit US-\$ 5,3 Mrd. im März. Diese Interventionen bestanden zu einem grossen Teil aus DM-Verkäufen der Banca d'Italia und zu einem kleineren Teil aus DM-Käufen der Banco de España.

III. ENTWICKLUNGEN IM LAUFENDEN MONAT BIS EINSCHLIESSLICH 6. MAI 1988

Der Dollar befestigte sich weiter gegenüber allen Währungen mit Ausnahme des japanischen Yen. Im EWS waren die Wechselkursbewegungen etwas grösser.

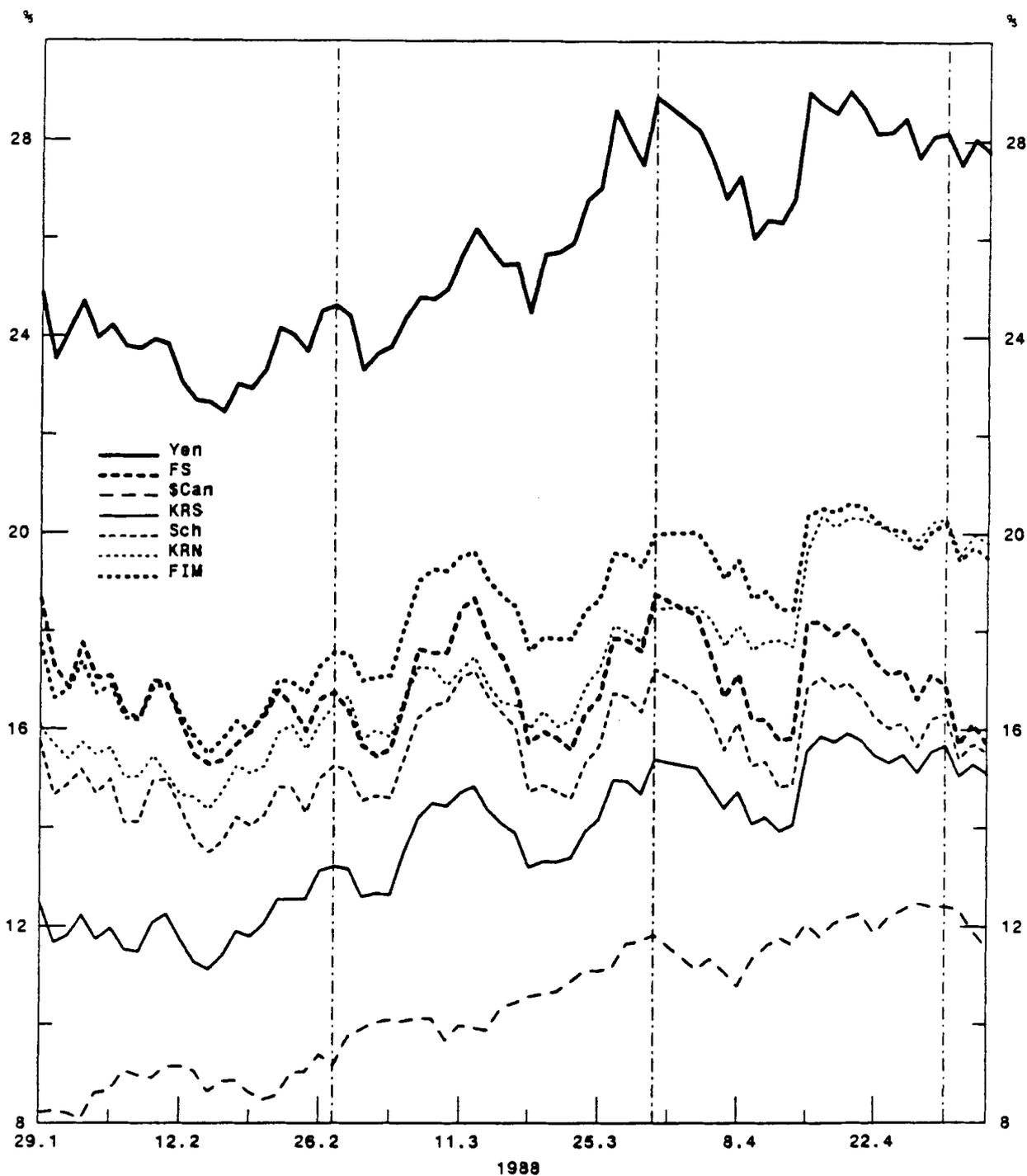
EVOLUTION DE L'ECU, DU COURS MEDIAN DES MONNAIES PARTICIPANT AU MECANISME DE CHANGE DU SME ET DES MONNAIES DES BANQUES CENTRALES DE LA CEE NE PARTICIPANT PAS A CE MECANISME, SUR LA BASE DES COURS RELEVES LE 31 DECEMBRE 1986 VIS-A-VIS DU \$EU*



* Voir page suivante.

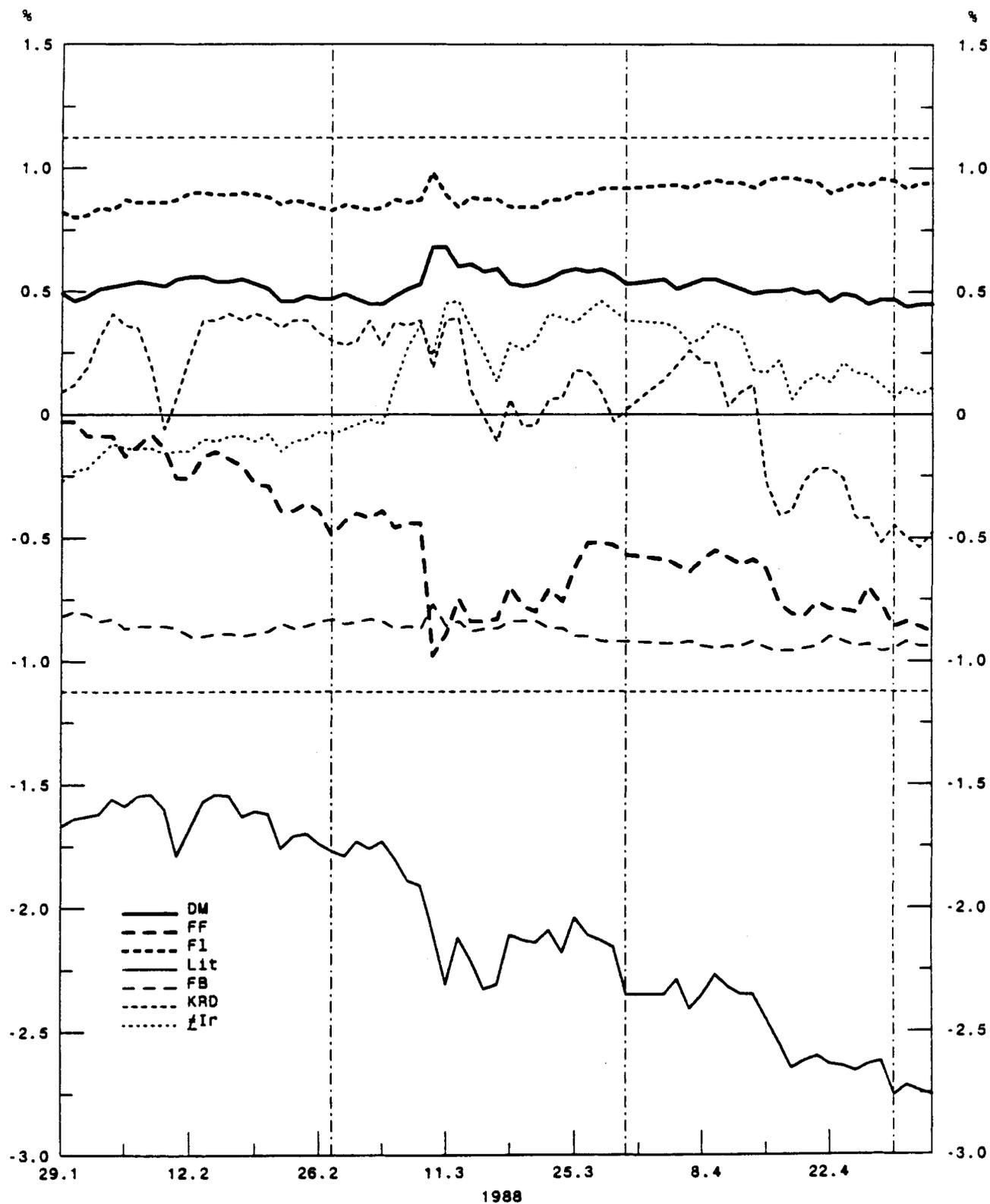
6.5.1988

EVOLUTION DES MONNAIES DES BANQUES CENTRALES HORS CEE PARTICIPANT A
LA CONCERTATION, SUR LA BASE DES COURS RELEVES LES 31 DECEMBRE 1986
VIS-A-VIS DU \$EU*



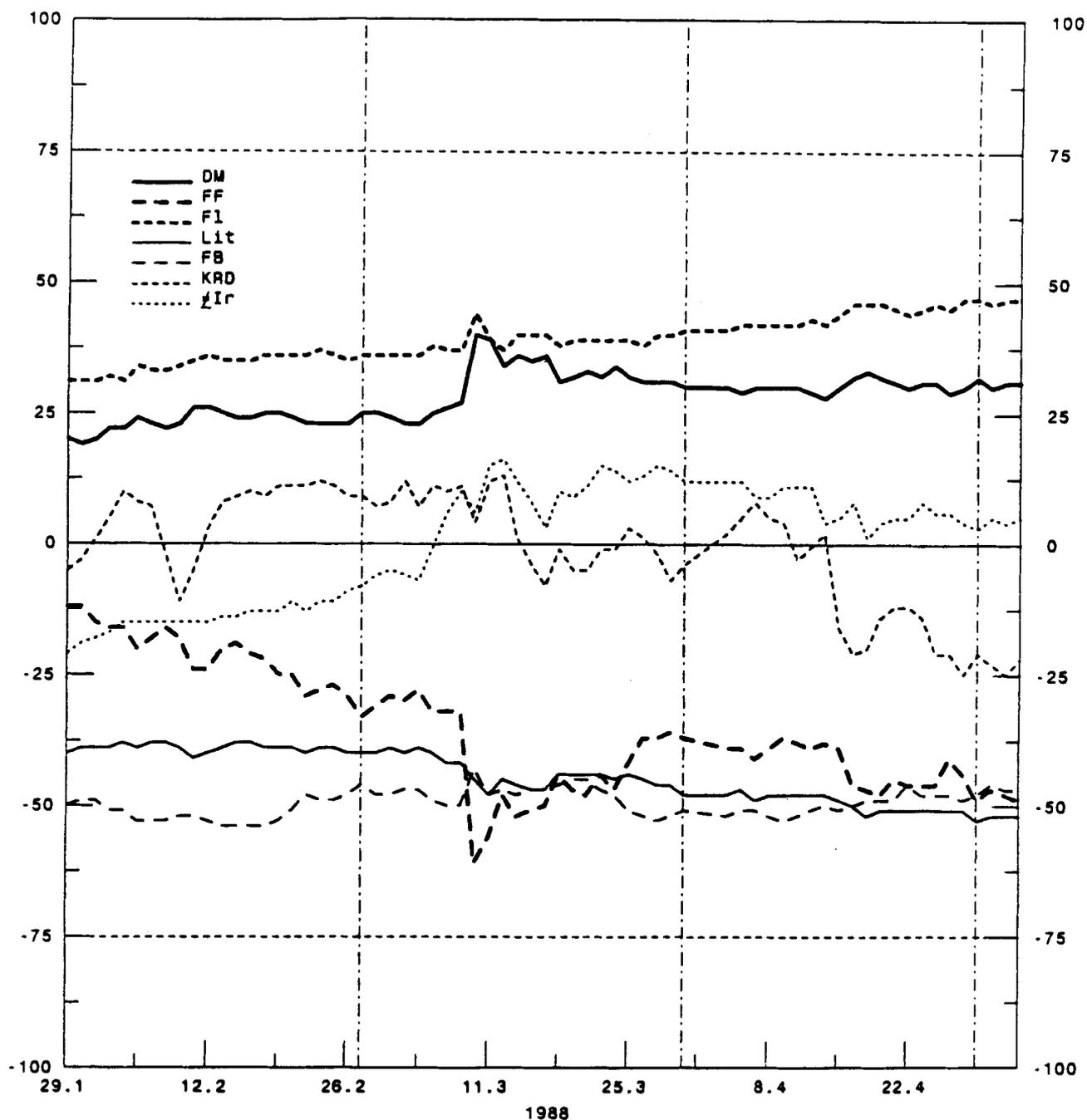
* ECU 0,93425; £ 0,6773; DR 138,7601; PTA 131,8700; ESC 146,0995;
FIM 4,7925; \$Can 1,3805; FS 1,6215; Yen 159,7993; KRS 6,7750; KRN 7,3975;
Sch 13,6520; cours médian des monnaies participant au SME 0,92913. Le
cours médian des monnaies participant au SME représente la moyenne jour-
nalière des cours des deux monnaies à marge de fluctuation de 2,25% qui
se sont éloignés le plus de leurs cours-pivots bilatéraux actuels.

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



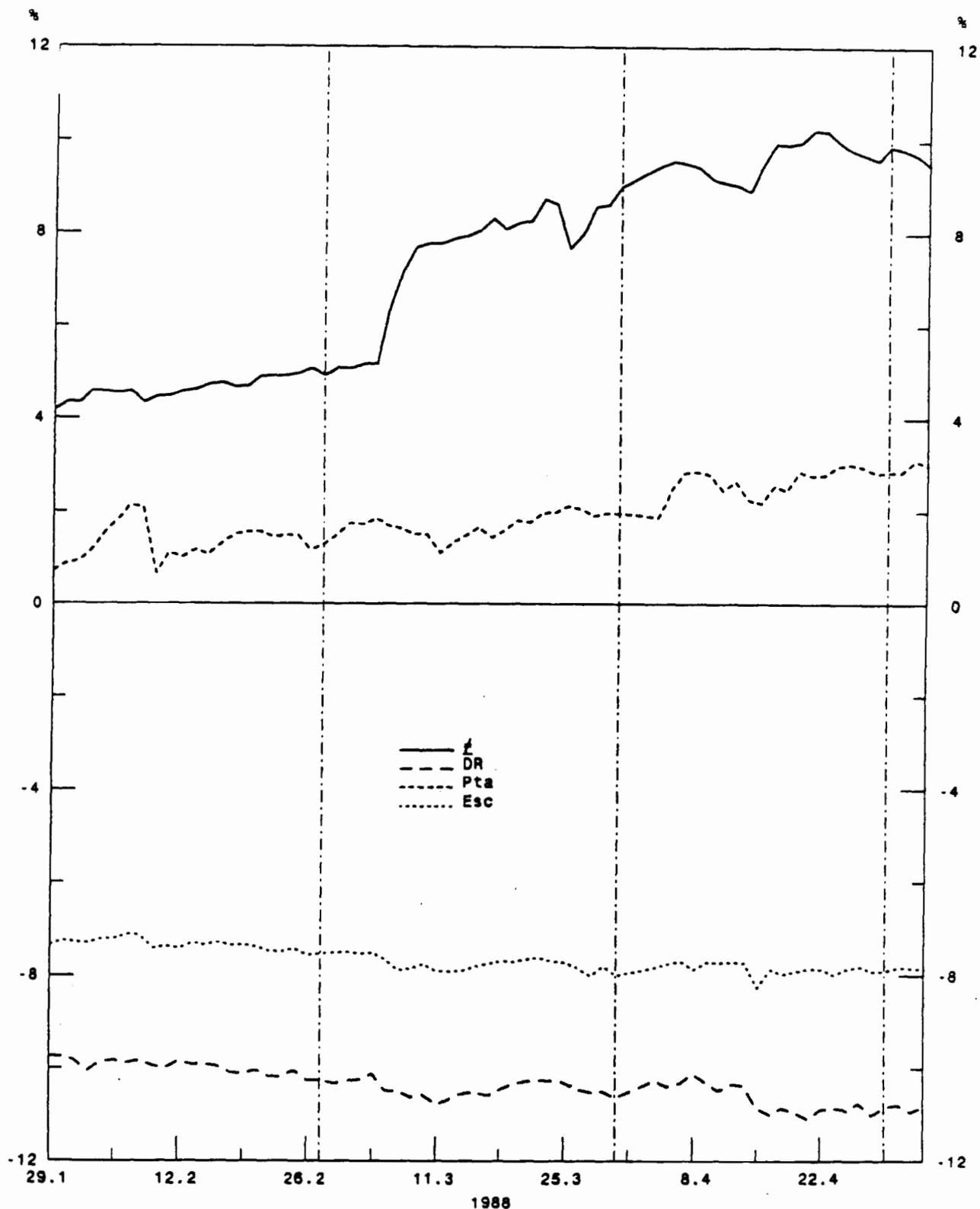
6.5.1988

EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE*



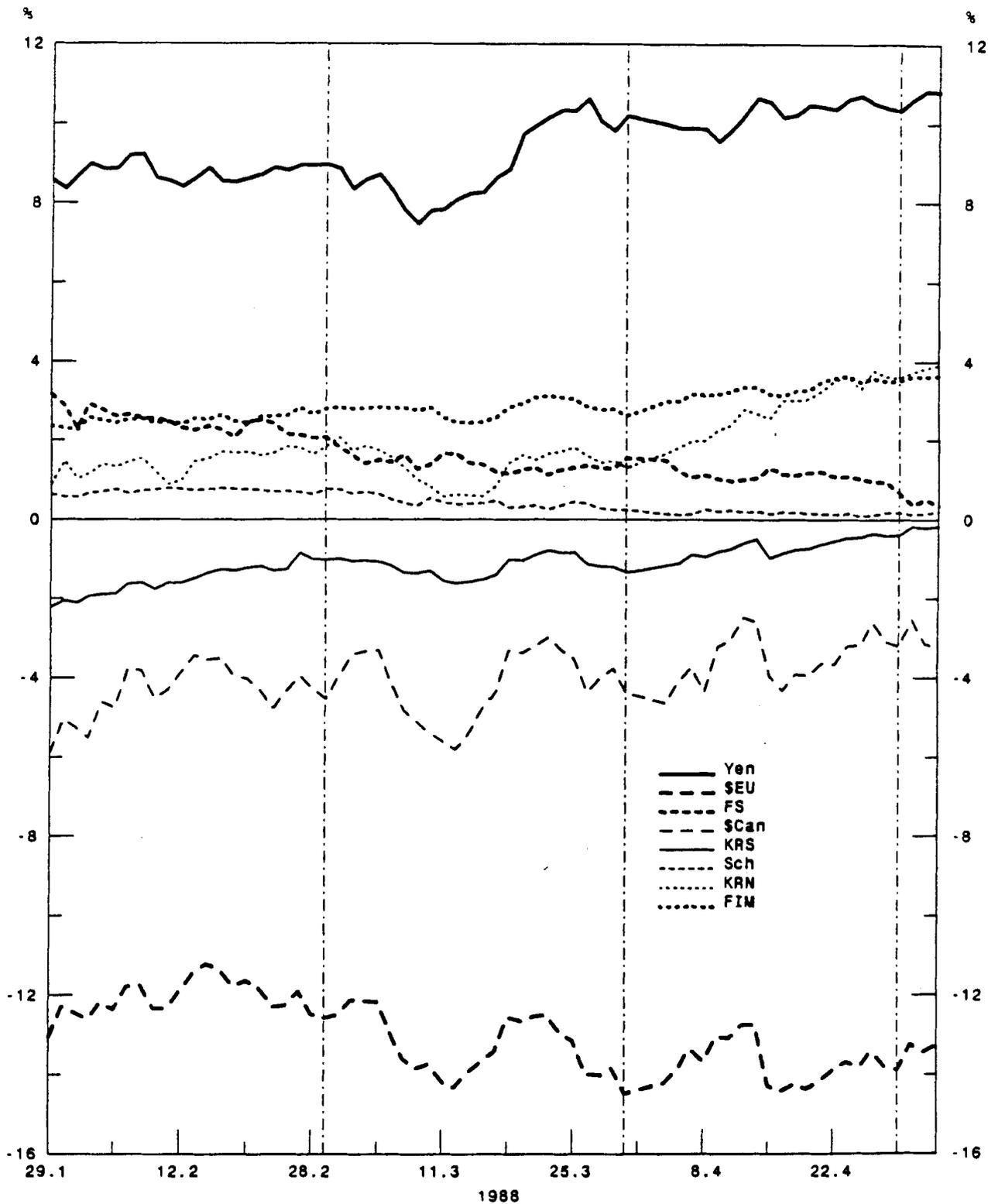
* L'indicateur de divergence a pour but de mesurer, sur une base comparable pour toutes les monnaies participant au mécanisme de change européen, la position d'une monnaie vis-à-vis de son cours-pivot ECU. L'écart maximal de divergence est le pourcentage maximal par lequel le cours de marché de l'ECU 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, 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 PESËTA ET DE
L'ESCUDO PAR PAPPORT A L'ECU SUR LA BASE DES COURS DU MARCHÉ
RELEVÉS LE 31 DECEMBRE 1986*



* £ 0,724942; DR 148,526; PTA 141,151; ESC 156,382.

EVOLUTION DES MONNAIES DES BANQUES HORS CEE PARTICIPANT A LA
 CONCERTATION PAR RAPPORT A L'ECU SUR LA BASE DES COURS DU MARCHE
 RELEVES LE 31 DECEMBRE 1986*



* \$EU 1,07038; \$Can 1,47766; FS 1,73562; Yen 171,046; KRS 7,25181; KRN 7,91812;
 Sch 14,6128; FIM 5,12978.

Ausschuss der Präsidenten
der Zentralbanken der Mitgliedstaaten
der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft

10. Mai 1988

Endgültige Fassung

Übersetzung

MANDAT FÜR DIE EXPERTENGRUPPE UNTER DEM VORSITZ VON HERRN RAYMOND

Die Zentralbankpräsidenten erachten es als wünschenswert, die geldpolitische Koordination zwischen den EG-Mitgliedstaaten vor allem im Hinblick auf die vollständige Liberalisierung des Kapitalverkehrs zu verbessern und das monatliche Überwachungsverfahren zu ergänzen. Zu diesem Zweck soll sich die Expertengruppe unter dem Vorsitz von Herrn Raymond in ihren halbjährlichen Berichten insbesondere darum bemühen:

1. auf solche Mängel hinsichtlich der Konvergenz der makroökonomischen Variablen aufmerksam zu machen, die die äussere oder innere Währungsstabilität gefährden könnten, die Ursachen dieser Mängel zu analysieren und geeignete Korrekturmassnahmen vorzuschlagen;
2. die wirtschaftlichen Ergebnisse in der Gemeinschaft namentlich vom Gesichtspunkt der Geldpolitik aus zu bewerten und ihre etwaigen Mängel hinsichtlich der wirtschaftlichen Ziele der Gemeinschaft zu analysieren;
3. den Beitrag zu präzisieren, den die Geldpolitik im Rahmen des gesamten wirtschaftspolitischen Instrumentariums zu den Anpassungen leisten könnte, die sich aus den genannten Analysen ergeben;
4. Schlussfolgerungen für die künftige Entwicklung der Geldmengenaggregate und die Bedingungen für die Finanzierung der Volkswirtschaften zu ziehen;
5. in ihrem Herbstbericht die notwendigen Daten und Analysen zu liefern, um dem Ausschuss der Zentralbankpräsidenten die Diskussion der von den EG-Mitgliedsländern in Aussicht genommenen Geldpolitik und die Entwicklung eines koordinierten Ansatzes zu erleichtern.

Committee of Governors of the
Central Banks of the Member States
of the European Economic Community

13th May 1988
(Translation)

NOTES FORMING THE BASIS FOR THE
PRELIMINARY ORAL REPORT BY THE CHAIRMAN OF THE COMMITTEE
TO THE INFORMAL ECOFIN COUNCIL MEETING ON 14th MAY 1988
ON THE STRENGTHENING OF MONETARY CO-OPERATION WITHIN THE EEC

1. The Governors have conducted an initial exchange of views regarding the ideas contained in the memoranda to which they have been asked to give their attention. This account of their discussions in my capacity as Chairman of the Committee is purely preliminary.
2. The questions raised relate to two sets of concerns. The first is connected with the operation of the European Monetary System and the ways in which it might be further modified without altering its institutional character. The second relates to the future of the European monetary structure, that is to say the realisation of the goal of economic and monetary union and the ways and means of making concrete progress along this path.
3. Before dealing with these two areas in turn, I should like to draw attention to a number of points to which the Governors attach great importance in connection with the two aspects I have just mentioned.
 - (a) Whether the focus is on the short term or the more distant future, it is important that the work, whose successful conclusion will require a general consensus, should be carried out in fora in which the twelve parties involved, be they governments or central banks, are represented. In the opinion of the Governors it would therefore be highly desirable that the task of examining the proposals for strengthening European monetary co-operation be entrusted to the appropriate Community institutions, viz. the ECOFIN Council, the Committee of Governors and the Monetary Committee.
 - (b) The questions raised relate, inter alia, to areas that lie within

the competence of the central banks. Proposals affecting the powers of the central banks and, a fortiori, the arrangements concluded between them, should as a matter of course be examined in the first instance by the Governors.

- (c) The reinforcement of European monetary co-operation is a process which builds both on day-to-day practice, in the form of permanent concerted contacts between authorities and markets, and on an examination of the extent to which the existing arrangements are adequate to achieve the goals pursued, which may lead to decisions of a more systemic nature. It is important that any modifications to the existing rules, procedures and mechanisms should derive directly from the realities and needs of co-operation. They must be seen as the fruit of continuous, coherent and balanced progress based on the consolidation of what has already been achieved.

4. Some of the proposals put forward are expressly designed to contribute to the strengthening of the European Monetary System.

The strengthening of the EMS is a constant concern of the Governors which may be reflected, when necessary, in amendments to the rules and procedures in force, the most recent example being the Basle/Nyborg agreements, drawn up with a view to the full liberalisation of capital movements. The improvements in the facilities for financing and settling interventions resulting from these agreements have already been put into practice. For example, a sizable amount of intra-marginal interventions (ECU 3.4 billion) has already benefited from the new financing terms. The monitoring of developments in the member countries and in the capital markets has been intensified, and the close concertation between central banks, which has at times taken the concrete form of co-ordinated action in the markets, has undoubtedly contributed to the smooth functioning of the system in recent months. The Governors have, moreover, taken the steps announced in their recent report on the full liberalisation of capital movements to reinforce the process of monetary policy co-ordination among the member countries.

5. The wish has been expressed in a number of quarters that various other modifications to the operation of the European Monetary System be examined, chiefly, according to their advocates, with a view to promoting a

better balance between economic performances, economic policy objectives and the constraints bearing on the different participants.

The Governors propose to examine these proposals insofar as they lie within their sphere of competence. They will seek to examine all the concrete proposals that have been put forward, taking account both of their underlying motivations and of their technical aspects. The proposals concerned, in particular, are those relating to the intervention mechanism, reserve asset diversification, the ECU creation mechanism, the development of the use of the official and the private ECU, the expansion of the role of the EMCF and a new credit mechanism connected with the full liberalisation of capital movements.

In this examination particular importance will be attached to the concern to consolidate the achievements of the European Monetary System in terms of internal and external stability and to build the future progress of the system on these foundations. In this context, it has been pointed out that focusing priorities more sharply on economic growth would carry the risk of destabilising the EMS without achieving the desired objective. Clearly, the balanced operation of the system and, a fortiori, the achievement of a higher rate of growth and the reduction of external imbalances within the Community do not depend exclusively on the central banks, the mechanisms in place or monetary policies, the limits of which must be clearly recognised. Overall economic policies, including structural policies, must play an important part in these areas.

6. As regards the future of the European monetary structure and the more ambitious steps it implies, the Governors have already stressed that they support the objective of economic and monetary union and so are willing to examine any ideas that could help to achieve this objective.

In the light of the Governors' discussions, I should like to emphasise two fundamental considerations.

Firstly, while the prospect of the full implementation of the internal market in 1992 naturally raises the question of the monetary environment in the single market, progress in European monetary integration must be a balanced process. Increased integration of central bank responsibilities is only conceivable if paralleled by increased integration of responsibilities for economic policy formulation and implementation and in a context of progressive convergence of economic, social and fiscal structures.

Secondly, should there be the political will to address the whole set of issues raised in a balanced manner and subsequently to take on all that it entails within a European framework, I feel certain that the Governors will not delay in instituting a constructive examination of all the implications of the process for the exercise of their responsibilities and of the intermediate stages that will make for coherent progress towards the aimed-for objective.