

COMMITTEE OF GOVERNORS OF THE CENTRAL BANKS  
OF THE MEMBER STATES  
OF THE EUROPEAN ECONOMIC COMMUNITY

Confidential

Draft

218th MEETING

BASLE, TUESDAY 8th SEPTEMBER 1987 AT 10.00 a.m.

---

III. Examination of the Report by the Committee on the strengthening of the EMS(2).

- 
- (2) On the basis of observations sent by central banks in the framework of a written procedure opened during the summer, a new draft of this report has been drawn up and circulated to the Alternates; the latter will discuss it on Monday 7th September in preparation for the meeting of the Governors on 8th September.

Vertraulich  
Übersetzung

PROTOKOLL<sup>1</sup>

DER 218. SITZUNG DES AUSSCHUSSES DER PRÄSIDENTEN  
DER ZENTRALBANKEN DER MITGLIEDSTAATEN  
DER EUROPÄISCHEN WIRTSCHAFTSGEMEINSCHAFT  
BASEL, DIENSTAG, 8. SEPTEMBER 1987, 10 UHR

---

---

1 Endgültige, in der Sitzung vom 10. November 1987 gebilligte Fassung, die gegenüber dem Entwurf nur einige Änderungen redaktioneller Art aufweist.

III. Prüfung des Ausschussberichts über die Stärkung des EWS<sup>2</sup>

Der Vorsitzende ruft in Erinnerung, dass der Ausschuss am Wochenende der informellen Zusammenkunft der Finanzminister seinen Bericht vorlegen muss. Die Notenbankpräsidenten müssen sich daher heute über einen Text einigen, damit der Bericht spätestens am Donnerstag, dem 10. September, den Ministern übermittelt werden kann. Das im Juli vereinbarte Verfahren wurde eingehalten, d.h. ein Entwurf wurde Ende Juli versandt; eine zweite Fassung wurde aufgrund der im Sommer eingegangenen Kommentare erstellt; sie wurde

---

2 S. Anlage II, die den dritten Berichtsentwurf vom 28. August 1987 mit den Änderungen vom 7. September 1987 und die endgültige, den Ministern übermittelte Fassung in Englisch und Deutsch enthält.

am Montagmorgen und -nachmittag von den Stellvertretern geprüft und führte zu einer dritten Fassung, die die Präsidenten heute morgen erhalten haben. Diese letzte Fassung enthält den auf Stellvertreterebene erzielten Konsensus, aber auch Fragen, die von den Präsidenten noch zu regeln sind.

A. Referat von Herrn Dini

Die Stellvertreter haben den Entwurf des Berichts über die Stärkung des EWS eingehend geprüft. Insbesondere befassten sie sich mit den Absätzen, die verschiedene Wahlmöglichkeiten hinsichtlich der einzusetzenden Strategien enthalten.

Zur Eröffnung der Diskussion gaben die Vertreter der Deutschen Bundesbank eine einleitende Erklärung ab, um ihre Doktrin und allgemeine Einstellung gegenüber der Entwicklung des EWS klarzustellen. Sie hoben hervor, dass die EWS-Länder ihre Bemühungen um Preis- und Wechselkursstabilität fortsetzen müssen, denn dies seien unabdingbare Voraussetzungen für Fortschritte des EWS.

Wohl bestand keine Uneinigkeit über die grundlegenden Ziele des EWS, hinsichtlich der Möglichkeiten ihrer Verwirklichung wurden jedoch von den Mitgliedern etwas unterschiedliche Meinungen geäußert. Die Bundesbank hält diesbezüglich die innere Stabilität in allen Mitgliedsländern für die Grundlage der Wechselkursstabilität im EWS. Die Interventionen an den Devisenmärkten und die damit verbundenen Finanzierungsmechanismen seien nützlich und nötig, um die Wechselkurse zu verteidigen, aber grosse Vorsicht sei beim Einsatz dieser Instrumente geboten, damit ihre Verwendung nicht den geeigneten binnenwirtschaftspolitischen Massnahmen zuwiderlaufe. Die Vertreter der Bundesbank räumen zwar ein, dass es sich hier um eine Frage des Masses handelt, betonen jedoch: i) müsse man den Interventionen und ihrer Finanzierung zuviel Bedeutung zu, könnte dadurch der Anreiz vermindert werden, eine stabilitätsorientierte Politik zu verfolgen; und ii) auf jeden Fall könne die Bundesbank keine Regeln akzeptieren, die ihre auf Stabilität ausgerichtete Politik gefährdeten. Sie weisen ferner darauf hin, dass es die binnenwirtschaftliche Stabilität Deutschlands sei, die das Halten von D-Mark sehr attraktiv gemacht habe. Wenn man der Ansicht sei, die Festigkeit der D-Mark bringe Probleme für das EWS mit sich, könnte die Lösung nur in einer Änderung ihrer Stabilität bestehen. Es sei jedoch im Gegenteil Sache der anderen Länder, mehr Stabilität anzustreben, so dass es noch andere starke Währungen im System gebe, die den Status einer Reservewährung erwerben

und dadurch die D-Mark von dieser Rolle entlasten könnten. Nach Ansicht der Vertreter der Bundesbank müssen die Vorschläge zur Änderung der EWS-Mechanismen nach diesen Leitgrundsätzen beurteilt werden. Dies bedeute, dass die Interventions- und Finanzierungsmöglichkeiten in genau festgelegten Grenzen gehalten werden sollten; dies bedeute hingegen nicht, dass die Bundesbank diesen Fragen ablehnend gegenüber stehe oder dass sie sich einer Verbesserung des Systems widersetze.

Andere Stellvertreter unterstreichen, dass dem Berichtsentwurf das Verdienst zukam, die Funktionsweise des Systems klar zu analysieren und die Verfahren aufzuzeigen, die von den Notenbankpräsidenten erwogen werden, um seiner Entwicklung zu begegnen. Ebenso wichtig sei, dass der Bericht klar festhalte, welche Initiativen die Notenbankpräsidenten zur Verbesserung der Funktionsweise des Systems ergriffen haben.

Diesbezüglich, und vor allem was das vorgeschlagene Überwachungsverfahren anbelangt, erinnerten die Vertreter der EG-Kommission daran, dass gemäss den Statuten des EFWZ es diesem Organ zustehe, diese Überwachung einzurichten. Einige Stellvertreter dagegen finden, dass eine solche Übertragung von Verantwortung an eine durch Beschluss des Rates geschaffene Institution die Regulierungsmechanismen des Systems ändern würde.

Die von den Stellvertretern vorgeschlagenen Änderungen des Berichts sind im revidierten Entwurf enthalten, der den Präsidenten zugegangen ist. Wie man sieht, konnten in einer Anzahl Fälle unterschiedliche Meinungen einander angenähert und eine Einigung auf eine einzige Formulierung erzielt werden. Bei den vereinbarten Änderungen ist auf den neuen Wortlaut von Absatz 7 hinzuweisen, der vermehrtes Gewicht auf die Bedeutung der stabilitätsorientierten Wirtschaftspolitik als Grundlage für die Stabilität der Wechselkurse legt. Mehrere Schlüsselfragen bleiben jedoch offen und erfordern eine Diskussion der Notenbankpräsidenten. Sie betreffen die Absätze 33, 34 und 37.

Bei Absatz 33 muss ein Beschluss über die Obergrenze für die automatische Verlängerung der Erstfälligkeit der Finanzierungstransaktionen im Rahmen der sehr kurzfristigen Finanzierung gefasst werden; zur Zeit entspricht sie den Schuldnerquoten der verschiedenen Zentralbanken im kurzfristigen Währungsbeistand; nach Ansicht einiger Stellvertreter sollte diese Obergrenze verdoppelt und somit auf 200 % dieser Quoten angehoben werden.

Zwei Varianten werden für den Absatz 34 vorgeschlagen, der die Inanspruchnahme der sehr kurzfristigen Finanzierung für intramarginale Interventionen behandelt. Der wesentliche Unterschied zwischen den beiden Vorschlägen ist folgender: Nach dem ersten würde die Inanspruchnahme der sehr kurzfristigen Finanzierung für intramarginale Interventionen von den Notenbankpräsidenten im Rahmen des verstärkten Überwachungsverfahrens von Fall zu Fall bewilligt, wenn sich diese Interventionen im Interesse des Systems aufdrängen und die emittierende Zentralbank ihrer Finanzierung zustimmt. Dieses Verfahren würde keine neuen Regeln oder förmliche Verpflichtungen mit sich bringen, sondern bloss eine vollständigere Nutzung der bestehenden Einrichtungen im Wege von kollektiven Entscheidungen, die von Fall zu Fall nach freiem Ermessen getroffen würden.

Nach der zweiten, von den Vertretern der Bundesbank vorgeschlagenen Variante würde eine Vermutung eingeführt, dass für die intramarginalen Interventionen, die mit Zustimmung der die Interventionswährung emittierenden Zentralbank vorgenommen werden, die sehr kurzfristige Finanzierung innerhalb festgelegter Grenzen und unter dem Vorbehalt beansprucht werden kann, dass die Schuldnerzentralbank bereit ist, auch ihre Eigenbestände der Interventionswährung in zu vereinbarender Höhe einzusetzen. In diesem Fall wäre daher die sehr kurzfristige Finanzierung intramarginaler Interventionen in einem höheren Mass automatisch, jedoch in bestimmten Grenzen und auf bilateraler Basis.

In beiden Fällen hätte die Gläubigerzentralbank weiterhin das Recht, die Rückzahlung in ihrer eigenen Währung zu verlangen, wenn dies mit Blick auf die monetäre Lage in ihrem Land notwendig erscheint.

Zwei Varianten sind auch zur Annahme der ECU bei der Begleichung von Forderungen unter den EWS-Zentralbanken vorgeschlagen (Absatz 37). In der ersten würde die Annahmeverpflichtung gegenüber dem jetzigen Stand von 50 % der laufenden Verschuldung aus der sehr kurzfristigen Finanzierung ausdrücklich angehoben. In der zweiten würde die geltende Annahmeverpflichtung nicht geändert, sondern man würde die Vermutung einführen, dass ECU über die bestehenden Pflichtquoten hinaus akzeptiert würde, sofern sich dadurch nicht eine unausgewogene Zusammensetzung der Reserven ergibt und keine übermässigen Schuldner- oder Gläubigerpositionen entstehen.

Schliesslich wurde zwar über den Wortlaut von Absatz 35 keine Einigung erzielt, und es wurde auch kein Änderungsvorschlag eingebracht,

aber es wurden einige Kommentare allgemeinerer Natur abgegeben, die in das Protokoll aufgenommen werden sollten.

Einige Stellvertreter äussern erhebliche Vorbehalte gegenüber jeglichem Ansatz, der eine Verbindlichkeit oder Pflicht zum Kauf oder Halten von Guthaben in EWS-Währungen mit sich bringt. Aus diesem Grund betonten diese Stellvertreter, dass der Text von Absatz 35 nicht so ausgelegt werden dürfe, dass das zunehmende gegenseitige Halten von EWS-Währungen allgemein gefördert werden solle; gewisse Schwierigkeiten, die sich daraus ergäben, sind in Absatz 14 des Berichts erwähnt. Überdies fand ein Stellvertreter, eine solche Politik könnte zu einer unerwünschten Verschiebung von Verantwortung führen, wenn es um die Entscheidung gehe, bis zu welchem Grad und wie lange eine unter Druck stehende Währung gestützt werden soll: es wird geltend gemacht, dass eine Zentralbank, die Guthaben in schwachen Währungen anhäuft, de facto selbst für das Auslösen einer Krise verantwortlich werden kann, wenn sie plötzlich findet, dass ein weiteres Anhäufen im Hinblick auf die monetäre Lage in ihrem Land nicht mehr angezeigt ist.

Ein anderer Stellvertreter wies darauf hin, dass eine Politik der Ermunterung zum vermehrten gegenseitigen Halten von EWS-Währungen zu Verzerrungen der Wechselkurse führen könnte, da in der Praxis nur eine beschränkte Zahl von Währungen betroffen wäre. Die vermehrte Verwendung von Guthaben in privater ECU zu diesem Zweck hätte keine solchen unerwünschten Folgen.

#### B. Diskussion des Ausschusses

Der Vorsitzende dankt Herrn Dini für die sehr sorgfältige und ins Einzelne gehende Arbeit, die die Stellvertreter geleistet haben; er schlägt vor, zunächst zu prüfen, ob niemand Bemerkungen zu den Absätzen 1 bis 32 hat, die von den Stellvertretern erledigt worden sind, und sich danach auf die Absätze 33, 34 und 37, bei denen es noch Probleme gibt, zu konzentrieren.

Herr de Larosière erklärt, er habe keine Probleme mit den 32 ersten Absätzen, mit Ausnahme von Absatz 32; hier schlägt er vor, den ersten Satz, der zu allgemein und kategorisch sei, zu streichen, ebenso das Wort "nonetheless" im letzten Satz.

Herrn Duisenberg liegt zunächst daran, dem Vorsitzenden des Stellvertreterausschusses, den Stellvertretern, dem Sekretariat und allen Mitarbeitern zu danken, die hart gearbeitet und einen umfangreichen Bericht geliefert haben, auf den die Notenbankpräsidenten stolz sein können. In den 32 ersten Absätzen widerspiegelten sich schon akzeptable Konzessionen und

Kompromisse, und in diesem Sinn könne auch die von Herrn de Larosière vorgeschlagene Änderung vorgenommen werden. Was den Absatz 33 angehe, schein zwar kein dringendes Bedürfnis vorzuliegen, die Bestimmung der Obergrenze für die automatische Verlängerung der sehr kurzfristigen Finanzierung zu ändern, aber der vorgeschlagenen Verdoppelung der Obergrenze könne zugestimmt werden.

Für den Absatz 34 werden zwei Varianten vorgeschlagen. Der diskussionslos verabschiedete "Konzertationsbericht" für Juli und August 1987 gebe an, dass keine Pflichtinterventionen, sondern nur bedeutende intramarginale Interventionen getätigt worden seien, die zu keinen Problemen geführt hätten. Dies zeige, dass das EWS flexibel, annehmbar und effizient funktioniere. Werden die intramarginalen Interventionen in den Rahmen des neuen Überwachungssystems einbezogen, so bringe das gewisse Formalismen und Verfahren mit sich, die die Abläufe weniger flexibel als jetzt machen würden. Der Geist der Zusammenarbeit, in dem die intramarginalen Interventionen getätigt werden, müsse der Gläubigerzentralbank die Vermutung belassen, sie könne auch nein sagen, aber man müsse hervorheben, dass Verweigerungen bisher sehr selten waren. Die Version 34bis sei daher vorzuziehen. Das gleiche gelte für die Version 37bis des Absatzes über die Annahmebeschränkung der ECU. Ihre Anhebung auf 100 % sei unannehmbar. Es sei nämlich zu befürchten, dass in der Zukunft wieder die Möglichkeit, ECU ex nihilo zu schaffen, erwogen werde. (Die Kommission habe schon Vorschläge in diesem Sinne gemacht.) Werde aber eine solche Idee in der Form einer direkten Schaffung von ECU oder einer Aufnahme der Partnerwährungen in die Zentralbankreserven verwirklicht, wäre es schwierig, auf eine 100prozentige Annahme von ECU zu verzichten. Man habe schon 1978 in Bremen von einer solchen Möglichkeit gesprochen, und der damalige niederländische Premierminister habe einen förmlichen, ins Sitzungsprotokoll aufgenommenen Vorbehalt angebracht. Eine solche Geldschöpfung dürfe nicht ohne eine gemeinsame, starke europäische Zentralbank akzeptiert werden.

Der Vorsitzende erklärt, Grund für das Unterbleiben einer Diskussion über den Konzertationsbericht sei gewiss, dass die Zentralbankpräsidenten sich bewusst seien, dass sie ihren Bericht an die Minister fertigstellen müssen. Wenn das schnell erledigt werde, könne man immer noch auf den von Herrn Dalgaard vorgelegten Bericht und die Kommentare von Herrn Dini zurückkommen. Im übrigen sollte der Bericht des Ausschusses insbesondere auf dem Gebiet des Überwachungssystems Folgen zeitigen, was bedeute, dass die



Mitarbeiter die Diskussionen gründlicher vorbereiten werden, die die Notenbankpräsidenten über die Situation auf den Devisen- und Geldmärkten und über die Politik der Zentralbanken abhalten müssen.

Der Vorsitzende stellt fest, dass der Ausschuss der von Herrn de Larosière vorgeschlagenen gekürzten Fassung von Absatz 32 zustimmt.

Herr Pöhl dankt Herrn Dini und den Stellvertretern, die ausgezeichnete Arbeit geleistet haben. Wie schon gesagt wurde, stellten die Absätze 1 bis 31 Kompromisslösungen dar, die offenbar für alle Notenbankpräsidenten annehmbar seien. Annehmbar seien auch die von Herrn de Larosière vorgeschlagene gekürzte Version von Absatz 32 sowie die in eckigen Klammern stehenden 200 % in Absatz 33, d.h. die Verdoppelung der derzeit geltenden Obergrenze für die automatische Verlängerung der sehr kurzfristigen Finanzierung.

Was Absatz 34 angehe, so sei die von der Bundesbank vorgeschlagene Version 34bis realistischer und eher realisierbar als die erste Version. Wie könnten denn die Notenbankpräsidenten einmal im Monat über die Art der Finanzierung von punktuellen intramarginalen Interventionen beschliessen; diese Interventionen müssten oft sehr schnell vorgenommen werden, und die Beantwortung der Frage, wie sie finanziert werden sollen, könne nicht bis zu den Ausschusssitzungen warten. Bisher habe sich die Regelung der intramarginalen Interventionen nicht schlecht bewährt, aber die vorgeschlagene Formel sei praktisch und gehe weiter: Wenn auch kein automatischer Zugang zur sehr kurzfristigen Finanzierung bestehe, so sei er doch so gut wie automatisch; d.h. ausser in Ausnahmefällen würde man die Inanspruchnahme der sehr kurzfristigen Finanzierung über den EFWZ nicht in Frage stellen. Es handle sich hier um eine beachtliche Konzession der Deutschen Bundesbank, da es normalerweise ihre Währung sei, die verwendet werde. Die vorgeschlagene Formel stelle eine zusätzliche Möglichkeit dar, die zu dem im Juli 1985 eingeführten Mobilisierungsmechanismus, den bilateralen Übereinkünften, die immer noch verwendet werden könnten und in der Vergangenheit mehrmals verwendet worden seien, und selbstverständlich zur Verwendung der bestehenden Reserven hinzukomme. Es sei daher ganz normal, für die neue Fazilität einige Begrenzungen festzulegen, selbst wenn diese Begrenzungen vielleicht überschritten werden könnten, wenn die Situation es rechtfertige. In der Praxis dürften alle legitimen Wünsche nach Finanzierung intramarginaler Interventionen befriedigt werden können.

Was die Annahmebeschränkung für die ECU betreffe (Absatz 37), so sei dem niederländischen Vorschlag in Version 37bis der Vorzug zu geben, aber nicht aus den von Herrn Duisenberg genannten Gründen. Die Schaffung von ECU ex nihilo würde zwar wohl Probleme mit sich bringen, aber sie könnte nicht ohne Stellungnahme und Zustimmung der Notenbankpräsidenten erfolgen. Tatsächlich würde die Abschaffung der Beschränkung von 50 % zu keinen schwerwiegenden Problemen führen, denn es sei wenig wahrscheinlich, dass bei den Zentralbanken enorme ECU-Bestände entstünden. Wegen einer solchen Befürchtung hatte die Bundesbank 1978/79 die Einführung der Annahmebeschränkung verlangt. Man müsse einsehen, dass es im Interesse aller sei, insbesondere im jetzigen Zeitpunkt mit der Politik zur Stabilisierung des Dollars, dass beispielsweise die Bundesbank über frei verwendbare Reserven verfüge und nicht mit ECU überlastet sei, die nur innerhalb des europäischen Kreises verwendbar sind. Die ursprünglichen Befürchtungen seien jedoch von den Tatsachen widerlegt worden; in der Praxis sei es nicht zur übermäßigen Ansammlung von ECU gekommen, aber es habe auf Seiten der Schuldner auch keine Schwierigkeiten wegen der Beschränkung von 50 % gegeben. Unter diesen Umständen könne man, ohne die Beschränkung zu ändern, so tun, als ob sie nicht existiere; man könnte daher bis zu 100 % in ECU begleichen, und nach Ablauf von zwei Jahren, wenn nicht die Erfahrung Probleme an den Tag gebracht habe, könnte man die Praxis durch einen förmlichen Beschluss zur Abschaffung der Annahmebeschränkung bestätigen. Es würde sich somit um ein "gentleman's agreement" handeln, mittels welchem man die Annahmebeschränkung während zweier Jahre stilllegen könnte; nach Ablauf dieses Zeitraums würde man entweder die Beschränkung abschaffen, oder man würde sie wieder förmlich einführen oder bestätigen, sollten sich wider Erwarten Schwierigkeiten zeigen.

Zum Schluss seines Diskussionsbeitrags hebt Herr Pöhl das Interesse hervor, das die Notenbankpräsidenten haben, sich heute über einen endgültigen Text zu einigen, den der Ausschussvorsitzende den EG-Finanzministern am 12. September 1987 vorlegen würde. Es sei nämlich klar, dass die diskutierten Massnahmen in den Rahmen des Abkommens der Zentralbanken über das EWS und damit in deren Zuständigkeit gehören. Es sei angezeigt, nach der Sitzung der Aussenwelt die einstimmige Übereinkunft der Notenbankpräsidenten bekanntzugeben, vielleicht in Form einer Pressemitteilung.

Der Vorsitzende ist überzeugt, dass es allen Notenbankpräsidenten klar ist, dass sie sich heute einigen und gegenüber den Ministern eine einmütige Haltung einnehmen müssen. Die Frage, welche Publizität dieser

Übereinkunft zu geben sei, könne am Schluss der Diskussion zur Sache selbst wieder aufgegriffen werden.

Herr de Larosière schliesst sich dem schon ausgesprochenen Dank an Herrn Dini und die Stellvertreter für die Qualität ihrer Arbeit, den Gehalt und die Intelligenz des Texts an.

Was Absatz 33 angeht, so freut sich Herr de Larosière über die Zustimmung der Herren Duisenberg und Pöhl zur Verdoppelung der Obergrenze der automatischen Verlängerungen der sehr kurzfristigen Finanzierung und stimmt dieser ebenfalls zu.

Hinsichtlich der Finanzierung der intramarginalen Interventionen schliesst sich Herr de Larosière dem Textvorschlag der Deutschen Bundesbank - Absatz 34bis - an, jedoch mit zwei Bemerkungen. Die erste, wichtigere betrifft den Betrag der Inanspruchnahme der sehr kurzfristigen Finanzierung. Der vorgeschlagene Betrag, nämlich die Schuldnerquote im kurzfristigen Währungsbeistand (also z.B. ECU 1.740 Mio. für die Banque de France) sei angesichts des Umfangs der Kapitalbewegungen und Interventionen an den Devisenmärkten gering. Infolgedessen, bedenke man die Realität und die Tatsache, dass man nicht ständig auf einen Vorschlag dieser Art zurückkomme, wäre ein Betrag, der dem Doppelten der Schuldnerquote entspreche, realistischer, wobei es den Zentralbanken über diesen Betrag hinaus immer möglich wäre, von Fall zu Fall zu einer Einigung zu gelangen. Die zweite Randbemerkung sei technischer Art und betreffe die dritte Einrückung des Absatzes 34bis: es wäre besser, als Einleitung dieses Textes daran zu erinnern, dass die Rückzahlungen entsprechend den Vorschriften von Artikel 16.1 des Abkommens der Zentralbanken vom 13. März 1979 erfolgen, was die übliche Regel sei, und danach hinzuzufügen, dass das Recht der Gläubigerzentralbank, die Rückzahlung in ihrer eigenen Währung zu verlangen, ausgeübt werde, wenn dies angesichts der monetären Bedingungen in ihrem Land möglich und notwendig erscheine. Das Einfügen von "möglich" dränge sich auf, denn es könne Umstände geben, in denen der Schuldner keine Währung des Gläubigers mehr halte.

Was die Annahmebeschränkung der ECU betrifft, teilt Herr de Larosière die von Herrn Duisenberg geäusserte längerfristige Sorge über die Schaffung von ECU ex nihilo, wenn es keinerlei Annahmebeschränkung mehr gäbe. Der Ausgangspunkt müsse jedoch ein anderer sein. Im derzeitigen System sei die ECU zur Gänze durch Gold und Dollar garantiert. Angesichts dieser Emissionsbedingungen schein daher der Vorschlag möglich, die x % des Absatzes 37 durch 100 % zu ersetzen, und man könnte diese Regel nach zwei Jahren

überprüfen. Die Version 37bis sei insofern ungeschickt, als sie die Annahme von ECU über 50 % hinaus von ziemlich vagen Kriterien abhängig mache, wie der unausgewogenen Zusammensetzung der Reserven oder dem Entstehen von übermässigen ECU-Schuldner- oder Gläubigerpositionen. Es wäre besser, entweder unverzüglich klare und mengenmässig festgelegte neue Regeln zu schaffen oder zumindest zu sagen, dass man in der Praxis die Beschränkung von 50 % nicht beachten und die Entwicklung während eines Zeitraums von zwei Jahren verfolgen werde. Eine solche Haltung träfe sich mit dem sehr interessanten Ansatz von Herrn Pöhl.

Herr Godeaux ist wie seine Vorredner der Ansicht, der Ausschuss der Stellvertreter und insbesondere sein Vorsitzender hätten eine ausgezeichnete und sehr produktive Arbeit geleistet. Der Bericht zeige Spuren der Kompromisse, die notwendig gewesen seien, aber auf eben einer solchen Grundlage seien Fortschritte möglich.

Zu den einzelnen Punkten erklärt Herr Godeaux:

- er nehme die von Herrn de Larosière vorgeschlagene Änderung von Absatz 32 an, ebenso den Absatz 33 mit der Verdoppelung der geltenden Obergrenze für die automatische Verlängerung der sehr kurzfristigen Finanzierung;
- bei der Finanzierung der intramarginalen Interventionen ziehe er den Absatz 34bis vor; diesem Text könne er im jetzigen Wortlaut oder eventuell mit den von Herrn de Larosière vorgeschlagenen Änderungen zustimmen;
- die Möglichkeit des 100prozentigen Saldenausgleichs in ECU habe einen bedeutenden Symbolwert für die Märkte und die öffentliche Meinung, selbst wenn in der Praxis nur geringe Auswirkungen zu erwarten seien. Es wäre daher nützlich, das "gentleman's agreement" oder "understanding", von dem Herr Pöhl gesprochen habe und das unter den derzeitigen Bedingungen zur Schaffung von ECU zwei Jahre dauern könnte, öffentlich bekanntzugeben. Wenn eine solche Information herausgegeben werde, wäre es nicht nötig, schon jetzt die förmlichen Regeln zu ändern. Man würde sagen, dass diese bestehen bleiben, aber dass man sich darauf geeinigt habe, de facto Rückzahlungen zu 100 % in ECU während einer Übergangsperiode von zwei Jahren zu akzeptieren und zu beobachten, wie sich diese Formel entwickle.

Herr Leigh-Pemberton erklärt sich einverstanden mit Absatz 32, in der gemäss Vorschlag von Herrn de Larosière abgeänderten Fassung, und mit Absatz 33 mit der Verdoppelung der Obergrenze für die automatische Erneuerung der sehr kurzfristigen Finanzierung. Was Absatz 34 betrifft, erklärt er, er ziehe eindeutig die Version 34bis vor, und unterstreicht, dass der Gläubigerzentralbank das Recht eingeräumt werden müsse, die Rückzahlung in ihrer eigenen Währung zu verlangen. Dieses Recht sei wichtig, denn es könne ja sein, dass die Rückzahlung erst dreieinhalb Monate nach der Intervention erfolge, und es müsste auch ausgeübt werden können, wenn es für den Schuldner eine Unsicherheit darstelle. Die derzeitige Version von 34bis würde daher besser beibehalten.

Was die Annahmebeschränkung für die ECU angeht, so könne er die eine oder andere Version des Absatzes 37 akzeptieren, neige jedoch etwas mehr zu 37bis, im Sinne des "understanding" oder der von Herrn Pöhl abgegebenen Erklärungen. Zum Abschluss beglückwünscht er Herrn Dini und die Stellvertreter sowie den Ausschussvorsitzenden zu der geleisteten Arbeit, die dem in Palermo erhaltenen Mandat entspreche, und schliesst sich Herrn Pöhl an bei der ausdrücklichen Präzisierung, dass der Bericht ein Dokument der Zentralbankpräsidenten ist.

Herr Pöhl bezieht sich auf die vorgeschlagenen Änderungen. Man könne Herrn de Larosières Aussage verstehen, dass die einmalige Schuldnerquote im kurzfristigen Währungsbeistand eine ziemlich niedrige Obergrenze für die Finanzierung der intramarginalen Interventionen sei. Man dürfe jedoch nicht übersehen, dass eine Gläubigerzentralbank sich mehreren Quoten gegenübersehen könne. Theoretisch, wenn alle EG-Zentralbanken am Wechselkursmechanismus teilnähmen und D-Mark verkaufen müssten, könnte es dazu kommen, dass die Deutsche Bundesbank mehr als 7 Mrd. ECU finanzieren müsste. Sicher, in der Praxis sei dies wenig wahrscheinlich, aber der Betrag sei beeindruckend. Andererseits sei es, wie schon gesagt, möglich, durch Vereinbarung zwischen den beiden Partnern die Obergrenze zu überschreiten. Herr Pöhl erklärt sich jedoch bereit, den Vorschlag von Herrn de Larosière anzunehmen, nämlich dass die Obergrenze auf das Doppelte der Schuldnerquote im kurzfristigen Währungsbeistand erhöht wird. Ebenfalls einverstanden ist er damit, in einer noch zu erarbeitenden Formel auf die Idee einzugehen, dass eine Schuldnerzentralbank, wenn sie keine Währung des Gläubigers mehr hält, nicht dazu gezwungen werden kann, in dieser Währung zu zahlen.

Hinsichtlich des Absatzes 37bis über die Annahmebegrenzung der ECU schliesst sich Herr Pöhl den Äusserungen von Herrn Godeaux an und schlägt vor, den Text dadurch präziser zu formulieren, dass "bis zu 100 %" eingefügt wird, und in einem weiteren Satz festzuhalten, dass die Vorschriften über die offizielle ECU nach zwei Jahren der Erfahrung einer Überprüfung unterzogen werden. Herr Pöhl präzisiert, er sei nicht gegen eine Abschaffung der Beschränkung von 50 %, aber er möchte eine sofortige förmliche Verpflichtung vermeiden. De facto würden die Rückzahlungen zu 100 % in ECU erfolgen, und nach der Überprüfung nach zwei Jahren würde man die Praxis in förmliche Regeln fassen, wenn es keine Probleme gegeben habe, oder man würde diskutieren, wenn sich Schwierigkeiten gezeigt hätten.

Herr Duisenberg erklärt, er sei bereit, zu akzeptieren:

- den Vorschlag von Herrn de Larosière, die Obergrenze für die Finanzierung der intramarginalen Interventionen auf das Doppelte der Schuldnerquote festzusetzen (dies wäre symmetrisch zur Anhebung der Obergrenze für die automatische Verlängerung der sehr kurzfristigen Finanzierung der Pflichtinterventionen);
- die von den Herren Godeaux und Pöhl vorgeschlagenen Ergänzungen des Absatzes 37bis.

Herr Doyle gibt bekannt, er habe keine Vorbehalte zum Inhalt des Berichts, aber er habe einige Anregungen oder Fragen, um den Text zu klären oder zu verbessern. So wäre es besser, in Absatz 34bis die Worte "are ready to" zu streichen und direkt zu sagen "They accept a presumption". Im gleichen Satz sollte der Ausdruck "normally" gestrichen werden, da man sich sonst fragen könnte, welches die abnormalen Umstände wären.

Herr Doyle präzisiert, er könne sich mit der einen oder anderen Version von Absatz 37 einverstanden erklären; in der Version 37bis, der offenbar allgemein der Vorzug gegeben werde, seien die Begriffe "unausgewogen" und "übermässig" nicht sehr glücklich gewählt und ermangelten der Klarheit.

Der Vorsitzende fasst die Diskussion zusammen und stellt fest, dass wichtige Fortschritte erzielt worden sind:

- In Absatz 33 haben sich die Notenbankpräsidenten darauf geeinigt, die Obergrenze für die automatische Verlängerung der sehr kurzfristigen Finanzierung zu verdoppeln, d.h. sie auf 200 % der Schuldnerquote im kurzfristigen Währungsbeistand zu erhöhen.

- Man hat sich für Absatz 34bis entschieden, mit einigen Änderungen. Im dritten Satz werden die Ausdrücke "are ready to" und "normally" gestrichen. In der ersten Einrückung wird "interventions" durch "financing" ersetzt und das Doppelte (oder 200 %) vor "der Schuldnerquote" eingefügt. Die zweite Einrückung bleibt unverändert.

Der Wortlaut der dritten Einrückung ist, nach Berücksichtigung der früheren Bemerkungen und der Vorschläge der Herren Dini und Pöhl, der folgende: "repayments shall be made in accordance with the rules specified in Article 16.1 of the EMS Agreement. The creditor central bank reserves the right to request payment in its own currency if this appears necessary in the light of its own monetary conditions, taking into account the reserve position of the debtor central bank".

Der Vorsitzende weist darauf hin, dass die Verabschiedung des Absatzes 34bis eine Änderung des Absatzes 31 erforderlich macht, d.h. die vier letzten Zeilen nach "co-ordination" müssen gestrichen werden. Der Ausschuss ist mit der vom Vorsitzenden vorgeschlagenen Streichung einverstanden.

Was den Absatz 37bis betrifft, einigt sich der Ausschuss, nach verschiedenen Diskussionsbeiträgen der Herren Dini, Pöhl, Duisenberg und des Vorsitzenden, auf folgende Änderungen des Texts: im ersten Satz werden die Worte "and up to 100 per cent." nach "central bank's obligation" eingefügt. Der zweite Satz wird durch folgenden Text ersetzt: "After two years of experience, the formal rules relating to the official ECU will be subject to review".

Der Vorsitzende erklärt, es sei schade, dass der Bericht in Absatz 39 mit der Erwähnung der fehlenden Einigkeit des Ausschusses über die Verknüpfung der offiziellen und der privaten ECU schliesse. Er schlägt daher vor, dies zu ändern, und nach verschiedenen Vorschlägen kommt der Ausschuss überein, den Absatz nach "private ECU market" mit "issues which the Committee of Governors will keep under review" zu beenden.

Der Vorsitzende dankt nochmals allen, die zum guten Ausgang dieser Arbeit beigetragen haben, die in einem durchaus bemerkenswerten Geist der Zusammenarbeit durchgeführt worden sei. Dann kommt er auf die von Herrn Pöhl aufgeworfene Frage der Publizität zurück und erklärt, dass er in seiner Eigenschaft als Vorsitzender nach der Sitzung die Journalisten informieren werde, dass die Zentralbankpräsidenten einen Bericht gebilligt haben, der am 12. September 1987 bei der informellen Zusammenkunft des Rats der Finanzminister vorgelegt werden soll. Ohne den Inhalt des Berichts bekanntzugeben,

der zuerst den Finanzministern vorbehalten ist, werde er präzisieren, dass der Bericht eine einhellige Übereinkunft der Zentralbankpräsidenten enthalte; diese werde technische Fortschritte mit sich bringen, die in die Zuständigkeit der Zentralbanken fallen und die wichtige Aspekte der Funktionsweise des EWS betreffen. Von Kompromissen werde nicht die Rede sein, sondern im Gegenteil werde man hervorheben, dass der Bericht einstimmig und vorbehaltlos gebilligt worden sei.

Nach verschiedenen Bemerkungen stimmt der Ausschuss zu, dass der endgültige Text des Berichts, der den Notenbankpräsidenten am Donnerstag, dem 10. September per Telefax zugestellt werden wird, von den Notenbankpräsidenten direkt den Finanzministern in den jeweiligen Hauptstädten übergeben werden soll. Der Vorsitzende des Ausschusses selbst wird den Bericht dem Vorsitzenden des Rats der Finanzminister in Nyborg offiziell übergeben.



ANLAGE II

---

ZUM PROTOKOLL  
DER 218. SITZUNG DES AUSSCHUSSES DER PRAESIDENTEN  
DER ZENTRALBANKEN DER MITGLIEDSTAATEN  
DER EUROPÄISCHEN WIRTSCHAFTSGEMEINSCHAFT  
BASEL, DIENSTAG, 8. SEPTEMBER 1987, 10 UHR

---

3. ENTWURF UND ENDGÜLTIGE FASSUNGEN (ENGLISCH, DEUTSCH)  
DES BERICHTS DES AUSSCHUSSES DER ZENTRALBANKPRAESIDENTEN  
UEBER DIE STAERKUNG DES EWS

---

28th August 1987

3rd DRAFT \*

**REPORT BY THE COMMITTEE OF GOVERNORS  
ON THE STRENGTHENING OF THE EMS**  
-----

1. In the Communiqué issued on the occasion of the realignment of 12th January 1987 the Ministers of Finance of the EEC countries asked the Committee of Governors and the Monetary Committee to examine measures to strengthen the operating mechanisms of the European Monetary System. Pursuant to that request, preparatory work for the Committee of Governors was conducted by the Committee's expert groups and the Alternates. Two oral interim reports on this work have been presented by the Chairman of the Committee of Governors to the Council of Ministers of Finance, respectively on 4th April and 15th June. The Governors' final report, which focuses primarily on the matters within their competence, is presented below.

2. The Report is divided into two parts. Part I reviews the experience with the EMS and analyses the major changes in the economic environment that are likely to influence the working of the system. Part II summarises the main conclusions of the analysis and discusses ways and means to strengthen the EMS mechanisms and improve their functioning.

---

\* Revised by the Alternates on 7th September 1987.

I. The economic environment and the functioning of the EMS mechanisms

A. Changes in the economic environment

3. Over the years, the EMS has performed satisfactorily, despite pronounced instability in the world economy. The Governors are convinced that the system has contributed to the achievement of a considerable degree of exchange rate stability based on greater economic convergence by fostering discipline in monetary and fiscal policies and preventing undue delays in policy adjustments. It is nonetheless their belief that the performance of the EMS benefited from a number of factors and circumstances whose influence on the system may now be changing.

4. Since the inception of the system the EMS countries have given priority to reducing inflation. In many cases exchange rate changes have not fully accommodated inflation differentials, and higher inflation countries have maintained appropriate interest rate differentials. This has had a stabilising effect on exchange rate expectations and helped to reduce speculation against weak currencies. A remarkable reduction of inflation rates has indeed been achieved, but inflation differentials have not been eliminated and there has been less convergence in budgetary and other policies that have a bearing on exchange rate cohesion. As long as convergence remains incomplete, central rate realignments will continue to be necessary from time to time and there is a danger that interest rate policy will be excessively constrained by external considerations especially if realignment decisions are unduly delayed.

5. The EMS exchange rate arrangement has been affected by the large movements in the dollar exchange rate, both because the Deutsche Mark is a preferred substitute for the US currency in international portfolios and because dollar swings influence the competitiveness of EMS countries differently. Downward pressure on the US currency has generally been

associated with upward pressure on the Deutsche Mark within the EMS. As long as large payments imbalances between the major countries persist and the policies being pursued do not appear fully consistent with their correction, the international environment will continue to be a potential source of destabilising pressure within the EMS; this pressure will be reinforced by remaining differences in the performance and policies of the EMS countries.

6. Increasing integration of financial markets, sophistication of market operators and mobility of international capital are likely to accentuate EMS tensions stemming from the internal and external factors indicated above. The Community countries that had maintained capital restrictions have been gradually removing them, in line with the objective of completing the internal market by 1992. In practice, the dismantling of capital controls can have conflicting effects on exchange rate stability. On the one hand, it not only fosters more efficient resource allocation and macroeconomic policy convergence but also reinforces external discipline, with a potentially stabilising influence on exchange rate expectations; on the other, it increases the risk of markets amplifying the exchange rate repercussions of external disturbances or perceived policy divergences of a temporary nature.

see new text attached

~~7. In principle, it is not possible to combine autonomous domestic monetary policies with fixed exchange rates when trade in goods and services is free and capital markets are integrated. Unless greater convergence of economic fundamentals can be achieved through stability oriented and effectively co-ordinated national policies, exchange rate stability is likely to be weakened by capital mobility resulting from progressive integration of financial markets and the abolition of still existing restrictions in a number of member countries.~~

8. ~~It~~ It is recalled that, as recorded in the conclusions of the Presidency of the European Council in December 1978, the purpose of the EMS is to establish a greater measure of monetary stability in the Community and the EMS should be seen as a

7. With fixed but adjustable exchange rates and increased capital mobility resulting from progressive integration of financial markets and the abolition of remaining restrictions, national monetary policies will be exposed to strains so long as individual countries' economic and financial policies and performances leave room for departures from internal and external balance whose effects spill over to other countries. This implies that all partners should pursue in a closely co-ordinated manner policies that foster stability of domestic prices and costs and external balance as a basis for lasting exchange rate stability: in particular, countries should agree that central banks would be committed to giving priority to the objective of price stability in the conduct of monetary policy.

fundamental component of a more comprehensive strategy aimed at lasting growth with stability, a progressive return to full employment, the harmonisation of living standards and the lessening of regional disparities in the Community. Moreover, the Single European Act specifically aims at reducing such disparities, with a view to strengthening the economic and social cohesion of the Community. In the absence of a strengthening of the economic and social cohesion of the Community, the completion of the internal market and the full liberalisation of capital movements ~~would~~<sup>may</sup> exacerbate these disparities. Therefore, consistent monetary policies, exchange-rate stability and, indeed, overall progress towards monetary and financial integration must not be seen as ends in themselves, but rather as part of a process that, allied to direct Community action, will facilitate the reduction in regional disparities in the Community.

## B. The functioning of the EMS mechanisms

### Exchange rate management

9. When strains have developed within the system, they have initially been met by intramarginal interventions, sometimes very large, by the central bank whose currency was under downward pressure. Intramarginal interventions have been effective in avoiding destabilising expectations and more generally in providing relief and gaining time to decide on more comprehensive responses when pressures persisted. Experience has nonetheless shown that if a given intramarginal exchange rate is defended for too long and the market becomes aware of the scale of intervention, speculation may be reinforced. Moreover, on occasion market perception of an inclination by the authorities to rely primarily on interventions may have fuelled speculative pressure.

10. Interest rate policies have also proved helpful in reducing exchange rate tensions when the changes in rates were made quickly and on an appropriate scale. Experience shows that

it was the central bank of the weak currency that generally had to raise its interest rates and widen differentials. However, central banks' ability to adjust interest rates to meet incipient market pressures has sometimes been constrained by domestic policy considerations. In certain instances market pressures have been heightened by delays in the implementation of supporting domestic policy measures. Although the initial reaction to strains in the system has normally come from the central bank of the weak currency, when the pressure has proved too strong and the weak currency has been allowed to fall to its lower limit, the strong currency central bank has had to intervene and accept the effect on its money market conditions of the inflow of foreign exchange.

#### Realignments

11. Realignments have generally been carried out smoothly. In some cases they were nonetheless decided on under heavy pressure after being widely anticipated by the markets; the possibility of deciding upon a new set of central rates has sometimes tended to be linked to member states' domestic political calendars. Moreover, changes in central rates sometimes resulted in significant adjustments in market rates, thereby encouraging the belief that speculative activity prior to a realignment would be profitable.

#### Interventions

12. Under current EMS rules, interventions at the margins are compulsory, and can be financed without limits by drawing on the very-short-term financing facility (VSTF). Intramarginal interventions are basically unregulated, except that: (i) those in EMS currencies require prior agreement by the issuing central bank; (ii) those in dollars are to be avoided when bound to accentuate dollar trends or conflict with the aims of simultaneous dollar interventions by other EMS central banks. These rules have been applied flexibly and the concertation procedures have in general made it possible to overcome emerging conflicts.

13. Most of the interventions within the system have been intramarginal, and chiefly in dollars and Deutsche Marks. In some instances when use of the main currencies appeared inappropriate, resort was made to intervention in the private ECU market.

14. In certain circumstances co-ordinated intramarginal interventions ~~have been~~ <sup>may be</sup> effective in forestalling market pressures. However, ~~unless~~ such interventions ~~can be~~ <sup>can, in some cases,</sup> ~~avoided~~ ~~by~~ ~~the~~ ~~use~~ ~~of~~ ~~the~~ ~~main~~ ~~currencies~~ ~~and~~ ~~the~~ ~~use~~ ~~of~~ ~~the~~ ~~private~~ ~~ECU~~ ~~market~~ ~~and~~ ~~the~~ ~~use~~ ~~of~~ ~~the~~ ~~main~~ ~~currencies~~ ~~and~~ ~~the~~ ~~use~~ ~~of~~ ~~the~~ ~~private~~ ~~ECU~~ ~~market~~ result in an accumulation of EEC currencies in official reserves. Such holdings would need to be fully liquid and usable for intervention in conformity with the existing rules. However, some countries are reluctant to allow the accumulation of their currency as a reserve asset.

Credit mechanisms

15. The Governors agree that the present VSTF arrangements have neither been abused nor caused major difficulties for debtor countries. Nonetheless, the period for repayment under the rules has expired on occasion before capital flows were reversed and debtor positions could be unwound through reflows in the currencies of the creditor countries. Repayment obligations were met in these circumstances by market borrowing, which has so far been easily available. This problem, however, is likely to become more serious as larger capital movements can now be expected. Moreover, since financial market conditions may change, it is important that the financing facilities provide adequate resources for the management of the system in periods of tension. ~~It is also important that the financing facilities provide adequate resources for the management of the system in periods of tension.~~

16. The VSTF was conceived at a time when most interventions were expected to be at the margins. Since then, intramarginal interventions have become standard practice and now far exceed compulsory interventions. Some Governors therefore consider that



the fact that recourse to the VSTF for intramarginal interventions is dependent on the consent of the two central banks involved may have deprived the system of a powerful deterrent against speculative attacks. ~~Indeed~~ the ~~only~~<sup>only</sup> few instances of use of the VSTF for such interventions occurred in 1979. ~~Easier~~ access to VSTF for intramarginal intervention would also represent an encouragement for countries not participating in the exchange rate mechanism to join it. Other Governors, by contrast, consider that speculation could actually be encouraged by a perception that the system's financing constraints had been eased. ~~It~~ was pointed out moreover that the central banks with stronger currencies liberally and flexibly accepted the use of their currencies for intervention in the past. These central banks might have reason to reconsider their attitude if the financing of intramarginal interventions were to compromise the stance of their monetary policy. ~~X~~

17. Short-term monetary support has not been used since 1974. This has not been due to shortcomings in the mechanism, but rather to the reluctance of EEC countries to finance balance-of-payments disequilibria with official credit when market financing was easily available. Moreover, when recourse to official credit mechanisms was made, countries showed a preference for medium-term instruments, such as the Community loan mechanism, in view of the nature of balance-of-payments imbalances and the time needed to correct them.

#### The role of the ECU

18. On the whole little use has been made of official ECUs in settlements and no large net ECU positions have built up since debtor countries have tended to repurchase their ECUs promptly. This tendency has undoubtedly been strengthened by the switch from official discount rates to market rates for the remuneration of ECU positions. The usability of the official ECU has been improved by the mobilisation mechanism introduced in July 1985. This allows central banks to obtain dollars or Community currencies against ECUs, for a limited time, subject only to the requirement of a need for intervention currencies.

19. The development of the private ECU market has been followed closely by the Committee of Governors on the basis of periodic reviews by their experts. The Governors welcome the fact that with the recent abolition of specific restrictions on the use of the private ECU in Germany and Spain the ECU is now essentially on the same footing as any other foreign currency in all EEC countries. The remaining restrictions on use of the ECU are side effects of the foreign exchange controls still in force in some countries.

Non- or incomplete participation in the exchange rate mechanism

20. The EMS was intended to encompass all the EEC countries; at present only eight of them participate in the exchange rate mechanism. In general, non-participation has not caused major difficulties, though the movements of sterling have from time to time put pressure on the Irish pound, owing to Ireland's close trade links with the United Kingdom. However the inclusion of the pound sterling and the Greek drachma in the ECU basket means that changes in their exchange rates affect the market value and yield of the ECU. Such changes, and movements of the lira outside the narrow band of the exchange rate mechanism, can to an extent distort the divergence indicator and alter the value of claims and liabilities in the VSTR; they can also affect the private ECU market. ~~and underlines the~~  
~~problem with non-participation is that it casts doubt on the~~  
~~future of European monetary integration.~~ <sup>however,</sup> The basic problem with non-participation is that it casts doubt on the future of European monetary integration. ~~and underlines the~~  
~~problem with non-participation is that it casts doubt on the~~

21. Italy's retention of wider fluctuation margins has not caused significant problems for other EMS countries or for the system as a whole, in part because less than full use has been made of its broader band, which has served principally to provide operational flexibility and to avoid large changes in market rates on the occasion of realignments. However the

reduction in inflation differentials has weakened the reasons for maintaining wider margins, but it is understood that Italy is giving priority to the dismantling of its long-standing foreign exchange controls.

22. For many years, the BLEU has maintained a two-tier exchange market as a way to stabilise official exchange rates for commercial transactions while achieving and maintaining full freedom for capital transactions. This arrangement has allowed the authorities to avoid the introduction of restrictions at times of crisis. Moreover, the spread between the rates in the two markets has generally been less than 1 per cent. Nevertheless, the participation of the BLEU in a fully derestricted Community-wide capital market would logically entail the adoption of a unified exchange rate system.

## II. Policies to strengthen the EMS

### Main conclusions of the analysis

23. Persistence of international payments disequilibria coupled with the remaining disparities in economic fundamentals and increased capital mobility between EMS countries could result in destabilising capital flows. In such circumstances it would prove more difficult to preserve exchange rate stability within the EMS, especially if monetary policies are not adapted more promptly and co-ordinated more closely when temporary pressures develop in foreign exchange markets. Some member countries with highly open economies fear the <sup>adverse impact on</sup> ~~restoring~~ economic growth ~~effects~~ of raising domestic interest rates to stem capital outflows. Conversely, the countries that have defeated inflation and whose currencies are tending to appreciate fear lest the huge capital inflows that could occur in periods of tension should cause them to lose control of their monetary aggregates. There is, therefore, the risk that temporary pressures will lead to realignments that economic fundamentals do not justify and that would otherwise have been avoidable. ~~This would impair the credibility of the EMS, which could be generated into a very risky~~

~~payments system and compromise its positive role in promoting the downward convergence of inflation rates. It could also weaken the incentive for non-participating countries to adopt a similar exchange rate mechanism.~~

24. The Governors agree that the risk of exchange rate stability being adversely affected by increased mobility of capital and the elimination of exchange controls should be avoided. To this end the anti-inflationary stance of economic policies and the present flexibility of the system should be preserved. Moreover, to help achieve these goals, they consider that various policy steps are in order. Some of these steps require action by national governments, while the central banks are competent to act on others related more specifically to the management and operating mechanisms of the EMS.

A. Issues requiring action by national governments

25. The stability of the EMS and the possibility of further progress in the construction of an integrated monetary area in Europe depend primarily on the convergence of economic fundamentals ~~namely the need to ensure a balanced monetary system, distribution of resources and more uniform objectives.~~ Indeed, since monetary policy on its own cannot ensure the convergence required to achieve stable exchange rates, the full support of fiscal and other policies is required. Further convergence would help to stabilise exchange markets and strengthen private operators' perception that exchange rates will remain stable.

26. It is also desirable for all the EEC countries to accept the discipline of the exchange rate mechanism on an equal footing <sup>(see paragraphs 20-22).</sup> The Governors stress that progress towards this objective should be made sooner rather than later, as an important step towards full monetary integration in Europe.

27. Realignment policy can also enhance EMS stability by minimising the potential gains from position-taking in

expectation of a realignment. In the first place, markets should be led not to expect large exchange rate movements in the wake of a realignment. Secondly, any impression that the authorities are prepared to yield to market pressures through realignments should be avoided. Accordingly, realignments should be infrequent and changes in central rates should be kept small so as, whenever possible, to avoid changes in market rates. This implies, however, that further progress should be made in the convergence of economic fundamentals. There is also a need to make realignments less predictable, notably by early recognition of fundamental disequilibria and, when these develop, by a prompt decision to realign before the markets see this as inevitable. Finally, everything possible should be done to dispel the impression that realignments are somehow linked to domestic political events.

#### B. Action by central banks

##### The role of monetary policies

28. In a medium-term perspective, monetary policies should be geared to narrowing the remaining inflation differentials and making national inflation rates converge on price stability. In the short run this approach should continue to be implemented in a flexible way. ~~Temporary~~ departures from the desired path of monetary growth should, however, <sup>be temporary so as not to</sup> ~~not~~ allow serious or extended divergence from a policy course that is consistent with domestic price stability and convergence; otherwise, expectations would be generated in the market that the emergence of fundamental causes of tensions will be tolerated. Accordingly, short-term policy adjustments should be made in full consideration of the causes of exchange market strains and the final objectives of price stability and convergence within the system.

29. Increased financial innovation and liberalisation of capital movements in those countries which have not already taken this action will not only have implications for interest and exchange rate policies, but also for monetary policy

instruments and intermediate targets. The foreseeable increase in residents' holdings of foreign liquid assets will make it more difficult to analyse monetary and credit aggregates. The scope for circumventing controls will be greatly increased, thereby strengthening the case for the use of indirect monetary tools based on interest rates. The abolition of exchange restrictions will improve the allocation of resources and reduce the cost of financial intermediation, but careful consideration <sup>must also</sup> ~~will also~~ be given to the differences in the supervisory, regulatory and fiscal arrangements governing financial markets with a view to eliminating distortions that might ~~threaten~~ <sup>have a bearing</sup> on financial stability. ~~on the competitive position of European financial institutions~~

Exchange rate management - A strengthened monitoring procedure

30. The Governors agree that in the new environment there is scope for a more active and flexible use of all the instruments available to central banks for meeting short-term exchange rate pressures and for better co-ordination of such action among the central banks participating in the EMS. Full and concerted use of all the instruments for defending EMS stability will be all the more necessary to cope with any financial shocks that originate outside the system and affect the participating currencies differently. While recognising that intramarginal interventions will continue to play an important role, the Governors <sup>are considering allowing</sup> ~~will consider allowing~~ fuller use of the exchange rate fluctuation band with the aim of enhancing the perception of exchange risk among market participants. They also believe that interest rates should be adjusted more promptly when incipient pressures arise, thereby helping to check speculation by raising the cost of open foreign exchange positions. ~~Appropriate interest rate responses to market pressures should be facilitated by reducing the monetary base and the money stock of factories of~~ <sup>strengthening central bank</sup> ~~strengthening central bank~~ <sup>seek</sup> ~~of~~ <sup>of</sup> Moreover the Governors intend to ~~explore ways to~~ <sup>strengthening central bank</sup> ~~strengthening central bank~~ <sup>co-operation among central banks</sup> ~~co-operation among central banks~~ on interventions and related policies, regarding not only EMS currencies but, when appropriate, third currencies and ECUs.

31. To promote more effective use of the instruments available for maintaining exchange rate cohesion within the EMS, the Governors have agreed to strengthen, within the Committee of Governors, the procedure for joint monitoring of economic developments and policies with the aim of arriving at common assessments of prevailing circumstances and appropriate policy responses. This new procedure will build on existing arrangements for mutual exchange of information and monitoring, but it will entail two significant innovations. First, to ensure that potential strains are identified as early as possible, monitoring will focus more specifically and systematically on simultaneous consideration of intervention, exchange rate, and interest rate policies. Secondly, the Governors will use the findings of the monitoring exercise to ~~discuss~~ <sup>discuss</sup> appropriate policy responses, including ~~the use of~~ <sup>the use of</sup> ~~intervention, exchange rate, and interest rate~~ interventions and their co-ordination, ~~and their possible eligibility for VSTR financing.~~ An important implication of ~~this new procedure is that intramarginal interventions and other policy actions undertaken by participating central banks will be brought under closer collective scrutiny by the Governors.~~

#### EMS mechanisms

32. ~~The Governors consider that the strategy for maintaining exchange rate stability described above can be implemented without major changes in the existing EMS mechanisms. They emphasize that it is essential to avoid any easing of discipline or change in the balance between adjustment and financing of balance-of-payments disequilibria. In the light of their operational experience with the EMS mechanisms and the changes in the environment, the Governors have nonetheless agreed that a number of modifications would be useful and desirable.~~

#### (a) Very-short-term financing

33. The duration of such financing (which is unlimited in amount) will be extended by one month, taking the maximum duration from two and a half to three and a half months.

Initial financing operations will still be automatically renewable for three months at the request of the debtor country, but the ceiling on automatic renewal, at present equivalent to the country's debtor quota in the short-term monetary support mechanism, will be raised to 200 per cent of this quota.

~~34. The Governors have agreed that automatic VSTF financing of intramarginal interventions should not be introduced. However, they are ready to consider the possibility of authorising on an ad hoc basis such financing under specific conditions, to be assessed within the framework of the new monitoring procedure described above. In particular, intramarginal interventions would qualify for VSTF only if, within the context of the monitoring exercise:~~

- ~~- the intramarginal interventions concerned were recognised as necessary for the smooth functioning of the system;~~
- ~~- the central bank issuing the intervention currency agreed to such financing.~~

~~The creditor central bank would have the option of requiring repayment in its own currency if this appeared necessary in order to offset the effects on domestic monetary conditions. This procedure does not involve new formal rules or obligations but only fuller and more closely co-ordinated use of the existing arrangements and facilities. At the same time, making intramarginal interventions subject to collective scrutiny will ensure that excessive reliance on this instrument is avoided.~~

~~see new text attached (OR ALTERNATIVELY)~~

~~34.bis The Governors have agreed that automatic VSTF financing of intramarginal interventions should not be introduced. However, such financing will be considered on an ad hoc basis at the suggestion of the debtor central bank. In determining whether to agree, the central bank issuing the intervention currency will take into account both its own monetary development and the requirements of the cohesion of the system.~~

~~(OR, ALTERNATIVELY)~~

~~34.ter The Governors have agreed that neither automatic VSTF financing of intramarginal interventions nor other formal rules or obligations in this field should be introduced. They agreed, however, that such financing could under certain circumstances~~



34 The **G**overnors have agreed that automatic VSTF financing of intramarginal interventions should not be introduced. They point out that such financing of intramarginal interventions through the EMCF is already possible if the central banks directly involved concur. They ~~are ready to~~ accept a presumption that intramarginal intervention agreed to by the central bank issuing the intervention currency will ~~normally~~ qualify for financing via the EMCF on following conditions:

- The cumulative amount of such <sup>financing</sup> ~~interventions~~ does not exceed <sup>the double of</sup> ~~the~~ debtor quota of the debtor central bank in the short-term financing facility.
- The debtor central bank is also prepared to use its existing holdings of the currency to be sold for intervention in amounts to be agreed.
- ~~R~~epayments shall be made in accordance with the rules specified in Article 16.1 of the EMS Agreement.

The creditor central bank reserves the right to request payment in its own currency if this appears necessary in the light of its own monetary conditions, taking into account the reserve position of the debtor central bank.

~~be useful for the system's cohesion and they are ready to consider the possibility of its activation on an ad hoc basis within the framework of the new monitoring procedure described above. In particular VSTF financing for intramarginal interventions would be accepted provided the intervening central bank would have made substantial use of its available financing means including its reserves in the intervening currency. Prior consultation of the central bank issuing the intervention currency would still enable it either to object or ask for a reduction of the amount, or to impose other specific conditions. All issues related to the eligibility for VSTF financing including an objection to a request for such financing would be raised at the monitoring exercise.~~

35. Larger cross-holdings of EMS currencies in participating central banks' reserves can be expected to develop as a natural consequence of increased integration and monetary convergence in the EMS. Although substantial accumulations of assets in EMS currencies do not appear desirable, holdings of larger working balances in these currencies, subject to prior agreement by the issuing central banks, could in certain circumstances help to improve the working of the system. The Governors believe that current arrangements in this regard do not constitute an obstacle to such enhanced holdings of partners' currencies.

(b) Short-term monetary support

36. The Governors consider that the short-term monetary support mechanism does not need to be modified.

(c) Matters relating to the ECU

~~37. On the basis of the positive experience with official ECU mechanisms, the Governors have agreed to take a further important step to increase the usability of the official ECU by raising the acceptance obligation from the present level of 50 per cent to X per cent. All the other rules relating to the official ECU will remain unchanged.~~

~~(OR, ALTERNATIVELY)~~

37. On the basis of the positive experience with official ECU mechanisms, <sup>the</sup> Governors have agreed to accept settlement <sup>in ECUs</sup> of ~~claims in the VSTF by means of ECUs~~ in excess of their central bank's obligation <sup>and up to 100 per cent.</sup> as long as this does not result in an unbalanced composition of reserves and no excessive debtor and creditor positions in ECUs emerge since these would in time endanger the ECU's credibility. After two years of experience, the formal rules relating to the official ECU will be subject to review.

38. As regards the further development of the ECU, the Governors reaffirm their belief that the private ECU market should continue to develop in response to market forces. The Governors welcome the lifting of restrictions on the use of the private ECU in Germany and Spain and are confident that the remaining restrictions on the use of the private ECU will be removed as part of the liberalisation of capital movements under way in the Community.

39. The Governors <sup>have examined</sup> ~~will continue to look for~~ other ways to <sup>broaden</sup> ~~improve~~ the ~~attractiveness and~~ usability of the ECU. In particular, they have <sup>considered</sup> ~~examined~~ various proposals to introduce a link between the private and official ECU circuits. They have reached the conclusion that these proposals would be feasible and that they would neither raise major technical or legal problems nor have major monetary or exchange rate implications under present circumstances. ~~Although~~ <sup>in the short term</sup> their practical consequences ~~would~~ appear to be limited ~~and their main significance would probably be an announcement effect.~~ their implementation would nonetheless raise issues relating to the long-term evolution of the ECU and the involvement of the monetary authorities in the functioning of the private ECU market, issues which the Committee of Governors will keep under review.