

PROCES-VERBAL  
DE LA 240<sup>e</sup> SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS  
DES BANQUES CENTRALES DES ETATS MEMBRES  
DE LA COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE  
TENUE A BALE, LE MARDI 12 DECEMBRE 1989 A 14 HEURES

---

Sont présents: le Gouverneur de la Banque de Grèce et Président du Comité, M. Chalikias, accompagné par MM. Papademos, Karamouzis et Brissimis; le Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique, M. Verplaetse, accompagné par M. Rey; le Gouverneur de la Danmarks Nationalbank, M. Hoffmeyer, accompagné par M. Mikkelsen; le Président de la Deutsche Bundesbank, M. Pöhl, accompagné par MM. Schlesinger et Rieke; le Gouverneur du Banco de España, M. Rubio, accompagné par MM. Linde et Durán; le Gouverneur de la Banque de France, M. de Larosière, accompagné par MM. Waitzenegger et Cappanera; le Gouverneur de la Central Bank of Ireland, M. Doyle, accompagné par MM. O'Grady Walshe et Reynolds; le Gouverneur de la Banca d'Italia, M. Ciampi, accompagné par MM. Dini et Santini; le Président de la Nederlandsche Bank, M. Duisenberg, accompagné par M. Bakker; le Gouverneur du Banco de Portugal, M. Tavares Moreira, accompagné par MM. Pizzaro Beleza et Amorim; M. Crockett, Executive Director de la Bank of England, accompagné par M. Price; le Vice-Président de la Commission des Communautés européennes, M. Christophersen, accompagné par MM. Pons, Schmidt et Boyd; le Directeur Général de l'Institut Monétaire Luxembourgeois, M. Jaans; M. Kees, Secrétaire du Comité monétaire. Assiste en outre M. Dalgaard, Président du groupe d'experts. Le Secrétaire Général du Comité, M. Morelli, et son Adjoint, M. Bascoul, et MM. Scheller et Giles sont aussi présents, ainsi que MM. Bockelmann et Dagassan.

Le Président ouvre la séance en indiquant qu'après le point III de l'ordre du jour il donnera la parole à M. Christophersen qui aimerait informer le Comité des résultats de la session du Conseil européen, tenu à Strasbourg les 8 et 9 décembre 1989.

---

\* Texte définitif, approuvé lors de la séance du 9 janvier 1990, et comportant par rapport au projet quelques modifications de caractère rédactionnel.

### I. Approbation du procès-verbal de la 239e séance

Le Comité approuve le procès-verbal de la 239e séance, étant entendu que les amendements de caractère rédactionnel qui ont été proposés seront incorporés dans le texte définitif.

### II. Surveillance des développements et des politiques économiques et monétaires dans la CEE sur la base de:

- Préparation par le "Groupe Dalgaard" et discussion par le Comité des Suppléants;
- Graphiques et tableaux

#### A. Exposé de M. Dalgaard

Le dollar EU a continué à baisser en novembre et en décembre pour arriver à un niveau inférieur de 10% à celui de septembre, avant la déclaration du Groupe des Sept. La poursuite de la baisse du dollar s'explique par deux facteurs: d'une part, la disparition du différentiel de taux d'intérêt positif du dollar EU vis-à-vis du deutsche mark, suite au ralentissement de l'activité économique aux Etats-Unis, d'autre part, la persistance d'une croissance vigoureuse en Europe, particulièrement en Allemagne fédérale. La faiblesse du dollar EU a été limitée aux monnaies de la bande étroite; en revanche, le dollar américain a été plutôt ferme à l'égard du yen et aussi de la livre sterling.

Le yen japonais a poursuivi sa baisse vis-à-vis du deutsche mark; il a perdu à peu près 15% depuis le début de 1989. Sa faiblesse est due à deux facteurs: d'abord le différentiel de taux d'intérêt entre le yen japonais et le dollar EU joue encore en faveur de celui-ci, bien que ce différentiel se soit rétréci; ensuite, les Japonais continuent à manifester un intérêt très vif envers les placements à l'étranger, en particulier aux Etats-Unis.

Le groupe considère que la baisse du dollar EU s'est opérée de manière satisfaisante; certains experts ont exprimé l'espoir qu'elle se poursuive. La faiblesse du yen a été regrettée et une correction de cette situation ne peut guère être attendue dans un proche avenir, peut-être même pas avant les prochaines élections au début de 1990, après lesquelles les taux d'intérêt devraient être relevés.

Dans le mécanisme de change du SME, on a assisté à une polarisation de plus en plus marquée entre le deutsche mark et le florin néerlandais au haut de la bande étroite, d'une part, et les autres monnaies dans le bas, d'autre part. Toutefois, en dépit de cette polarisation, il n'y a pas eu de signe de tension véritable, la largeur de la bande étroite étant inférieure à 2%. Les interventions ont été modérées et épisodiques et les différentiels de taux n'ont augmenté que faiblement. La polarisation a été due à deux facteurs. La première raison est une nette baisse de confiance dans le marché à propos d'une absence de réalignement dans l'avenir immédiat. Les marchés n'anticipent pas un réalignement imminent mais on parle de plus en plus d'une telle possibilité, étant donné l'absence de progrès en matière de convergence, les déclarations publiques à propos de l'utilité des réalignements et l'attente que les autorités italiennes pourraient adopter la marge étroite à l'occasion d'un réalignement. La seconde raison tient à l'évolution dans l'Europe de l'Est; alors qu'au début novembre cette évolution était considérée comme un élément d'incertitude tendant à affaiblir passagèrement le deutsche mark, elle est jugée maintenant favorable à la devise allemande, puisqu'elle est susceptible de stimuler la croissance en Allemagne fédérale, ce qui devrait engendrer à son tour une augmentation des taux d'intérêt dans ce pays.

Le deutsche mark s'est raffermi à l'égard de toutes les autres devises. Son cours de change réel effectif s'est apprécié quelque peu, mais surtout en raison d'une modification dans les rapports avec le dollar, le yen, la livre sterling, le franc suisse et d'autres monnaies qui n'appartiennent pas au mécanisme de change du SME. La peseta s'est en fait affaiblie assez fortement pour atteindre un niveau qui n'est que légèrement supérieur à la bande étroite. L'effet de la fermeté générale du deutsche mark a été renforcé par certaines incertitudes en Espagne à propos du décompte des voix dans certains bureaux de vote. La lire italienne a fléchi un peu mais elle est restée, comme depuis le début de l'année, grosso modo dans la bande étroite. Le franc français s'est inscrit en baisse légère et le différentiel de taux d'intérêt vis-à-vis du deutsche mark a augmenté quelque peu; son cours vis-à-vis du deutsche mark est aujourd'hui à peu près au même niveau qu'il y a un an, mais à l'époque le différentiel de taux d'intérêt était beaucoup plus élevé et les interventions de soutien étaient considérablement plus importantes.

La livre britannique s'est affaiblie fortement; à l'égard du deutsche mark par exemple elle a perdu 10% durant les trois derniers mois. Les autorités britanniques n'ont essayé d'arrêter ce déclin ni par un relèvement des taux d'intérêt (et donc un élargissement des différentiels de taux), ni par des interventions. Cette baisse de la livre résulte de plusieurs facteurs: incertitude politique à la suite du départ du Chancelier de l'Echiquier Lawson, impression que le nouveau Chancelier est moins attaché à la stabilité des cours de change que son prédécesseur, signes croissants d'un affaiblissement de l'activité économique (affaiblissement qui rendrait encore moins probable une nouvelle hausse des taux d'intérêt). Depuis deux semaines, la livre s'est cependant stabilisée par suite d'entrées de capitaux importantes, notamment en provenance du Japon, sous forme de placements dans des valeurs mobilières britanniques, dans l'immobilier et aussi dans les compagnies d'eau et d'électricité. La drachme grecque a fait preuve de faiblesse en liaison avec l'incertitude politique; le taux de change effectif a baissé plus fortement que d'habitude et les interventions à la vente ont été assez importantes. Le nouveau gouvernement a resserré la politique budgétaire et la Banque de Grèce a plafonné l'expansion du crédit.

#### B. Exposé de M. Papademos

Les Suppléants ont centré leur débat autour de l'évolution en matière de change, tant à l'intérieur du mécanisme de change qu'à l'égard des monnaies telles que le dollar EU et le yen, et de l'orientation de politique économique dans quelques pays communautaires. De plus, ils ont traité la portée du mandat que les Gouverneurs ont donné au "Groupe Dalgaard" lors de leur séance de novembre.

En gros, l'évolution des taux de change paraît refléter tant des modifications dans les différentiels de taux d'intérêt qu'une réévaluation par les marchés des éléments fondamentaux de l'économie. En ce qui concerne le deutsche mark, il a été remarqué que l'appréciation de la monnaie allemande vis-à-vis du dollar EU ne s'explique qu'en partie par les différentiels de taux. Il s'agit, dans une large mesure, d'une correction de la baisse que le deutsche mark avait subie, en termes nominaux et réels, dans le passé. La correction a été due à une réévaluation par les marchés des facteurs fondamentaux qui, entre-temps, ont continué d'évoluer en faveur du deutsche mark. Le raffermissement du DM pourrait être attribué également à un renversement des flux de capitaux; les entrées de capitaux se sont élevées à

15 milliards de deutsche marks en octobre et devaient être du même ordre de grandeur en novembre. L'appréciation du DM aurait été encore plus importante si les cours de change n'avaient pas été contenus par les dispositions du mécanisme de change. L'évolution en Allemagne de l'Est ne devrait avoir que des conséquences macro-économiques limitées et donc peu d'effet direct sur le cours; cependant, certains Suppléants ont estimé que ces développements ont contribué à la montée du deutsche mark en créant des anticipations d'une nouvelle augmentation des taux d'intérêt allemands en réponse à une pression plus vive de la demande.

Un autre élément remarquable sur le plan des changes a été l'incapacité du yen japonais à suivre l'appréciation du deutsche mark vis-à-vis du dollar EU. Certains Suppléants ont mis en relief le rôle des investisseurs institutionnels qui, poursuivant leurs achats d'actifs financiers en dollars, ont contribué à freiner la baisse du dollar vis-à-vis du yen. La faiblesse du yen peut avoir des implications pour les prix des produits japonais dans la Communauté et pour le processus d'ajustement international.

En ce qui concerne l'affaiblissement de la livre sterling, le Suppléant britannique a précisé que les autorités de son pays n'avaient pas changé l'orientation anti-inflationniste de la politique économique. Le ralentissement de la demande interne, tel qu'il est suggéré par les statistiques récentes, devrait exercer une pression à la baisse sur les taux d'intérêt, mais les autorités sont déterminées à poursuivre leur politique de désinflation.

En ce qui concerne le franc français, il a été expliqué que la Banque de France a fait usage d'une politique souple permettant au franc de se déprécier légèrement à la lumière de la fermeté du deutsche mark, sans intervention sur les marchés des changes. L'orientation de la politique monétaire en 1990 en France restera prudente; la politique budgétaire sera restrictive et la politique salariale sera maintenue. Par conséquent, la stabilité des prix serait préservée.

Enfin, le Suppléant irlandais a souligné que les éléments fondamentaux économiques en Irlande continuaient à être satisfaisants. Les sorties de capitaux importantes reflètent le processus d'ajustement des portefeuilles à la suite des mesures de libéralisation. Cependant, l'appréciation de la livre irlandaise à l'égard de la livre britannique a renforcé ces pressions sur les marchés des changes. Les réserves de change ont baissé d'une manière substantielle et la banque centrale a relevé quatre

fois les taux d'intérêt en 1989. Le relèvement récent devrait, estime-t-on, rétablir des flux de capitaux équilibrés.

En ce qui concerne le mandat que les Gouverneurs ont donné au "Groupe Dalgaard" lors de leur séance du 14 novembre, les Suppléants ont discuté les questions que le "Groupe de Surveillance" ("Monitoring Group") devrait étudier à propos des interventions intramarginales en monnaies communautaires; ils ont estimé que les propositions et recommandations éventuelles du groupe ne devraient pas entraîner de modifications fondamentales des principes qui, à l'heure actuelle, régissent les interventions intramarginales en monnaies communautaires. Les Suppléants sont également convenus que le Président du "Groupe de Surveillance" fasse un rapport oral au Comité des Suppléants, la présentation d'un rapport écrit pouvant éventuellement être demandée plus tard si elle est jugée nécessaire.

III. Adoption par le Comité du rapport destiné aux Ministres des Finances des pays de la CEE concernant l'évolution sur les marchés des changes des dix-neuf pays participant à la concertation au cours du mois de novembre et des premiers jours de décembre 1989

Le Président constate l'adoption par le Comité du "Rapport concertation"; celui-ci sera transmis aux Ministres des Finances des pays de la CEE selon la procédure habituelle.

IIIa. Déclaration de M. Christophersen relative à la réunion du Conseil européen à Strasbourg les 8 et 9 décembre 1989

M. Christophersen déclare que les Chefs de gouvernement ont pris note de l'initiative des Gouverneurs des banques centrales en vue de renforcer la coordination des politiques économiques et d'améliorer la collaboration entre banques centrales. A cet égard, le Président Delors l'a prié de transmettre au Comité des Gouverneurs ses remerciements pour l'aide apportée dans l'élaboration de la Décision amendant la Décision de 1964.

1. Conférence intergouvernementale

A la majorité (onze Etats sur douze), les membres ont décidé la convocation d'une Conférence intergouvernementale, sous les auspices des

autorités italiennes, au plus tard à la fin de 1990; tous les pays sont convenus d'y participer de manière constructive.

M. Christophersen a esquissé le calendrier suivant:

- Pour fin mars, la Commission préparera un rapport complet sur les divers aspects de la réalisation de l'Union économique et monétaire (UEM). Ce document prendra en compte l'ensemble des analyses et contributions sur le sujet et traitera des incidences structurelles de l'UEM; il établira une distinction entre les conséquences de celle-ci pour les institutions et les autres problèmes de nature institutionnelle. Ainsi, des questions telles que le renforcement du Parlement européen et l'équilibre des pouvoirs entre le Parlement, le Conseil et la Commission sont de caractère général et n'ont pas de lien spécifique avec l'UEM; les questions de cet ordre feront l'objet d'un rapport distinct qui sera achevé à la fin d'avril 1990.

- Le Conseil des Affaires générales sera chargé du suivi et de l'examen des discussions préliminaires; il en rendra compte lors de la séance du Conseil européen de Dublin. Lors de cette même réunion, il est prévu que le Conseil des Affaires générales se prononce officiellement pour la convocation d'une Conférence intergouvernementale, ce qui nécessitera une Décision du Conseil. La Conférence pourrait s'ouvrir en décembre 1990, pour se terminer avant la fin de 1991. Ce calendrier dépend toutefois de la résolution d'un certain nombre de problèmes logistiques.

- La procédure de ratification s'engagera vraisemblablement en 1992, et pourrait s'étaler sur environ dix mois. Si les circonstances sont favorables, les nouvelles dispositions du Traité pourraient être approuvées avant la fin de 1992. Sur cette base, le Conseil serait invité à adopter la législation appropriée, ce qui exigerait un délai supplémentaire de six mois. En fonction de ce calendrier, il est probable que la mise en oeuvre de la deuxième étape ne commencera pas avant la fin de 1993 ou le début de 1994.

- On peut espérer que l'adoption des amendements au Traité de Rome intervienne avant les prochaines élections européennes au suffrage direct, au cours de l'été 1994.

## 2. Soutien de la balance des paiements de la Hongrie

M. Christophersen déclare que, durant la réunion du Groupe des Dix à Washington, M. Maystadt, Ministre des Finances belge, a demandé à la

Communauté d'examiner l'octroi d'un prêt à la Hongrie au titre du soutien de la balance des paiements. Bien qu'un tel octroi représenterait un précédent, les Ministres des Finances européens ont invité la Commission à engager des négociations avec les autorités hongroises ainsi qu'avec le Fonds monétaire international. Les autorités hongroises ont été informées qu'un accord avec le FMI constituerait une condition préalable à l'octroi du prêt.

La Commission a récemment approuvé un projet de Décision de la Communauté relatif à la facilité de crédit en faveur de la Hongrie. Il a été décidé, lors de la réunion de Strasbourg, que le prêt serait octroyé dès la conclusion de l'accord entre la Hongrie et le FMI. Il s'agirait d'un prêt d'ajustement structurel à moyen terme d'écus 1 milliard, en au moins trois tranches: la première porterait sur un montant compris entre écus 300 et 400 millions; le versement des deux suivantes serait lié à un examen du respect par la Hongrie de l'accord passé avec le FMI et de conditions supplémentaires posées par la Communauté concernant certains ajustements micro-économiques. Le montage se fera probablement sous une forme semblable à celle des prêts communautaires accordés dans le cadre du soutien financier à moyen terme aux balances des paiements des Etats membres, c'est-à-dire soit par l'intermédiaire d'un consortium bancaire, soit par recours direct de la Commission au marché obligataire en écus. La facilité sera garantie par le budget de la Communauté. Ce crédit ne doit pas être considéré comme une opération à des conditions de faveur: il ne comporterait aucune subvention communautaire, sauf que la garantie de la Communauté devrait permettre d'obtenir un taux d'intérêt plus compétitif. Lors de la discussion, les Ministres des Finances ont observé que les circonstances pourraient éventuellement contraindre à rééchelonner la dette hongroise sous une forme ou sous une autre.

### 3. Création d'une Banque européenne pour la reconstruction et le développement

L'idée a d'abord été présentée par la Présidence française en novembre, et la Commission a entrepris quelques études préparatoires. A Strasbourg, le Conseil européen a approuvé la création d'une institution de cette nature. Cette question est toutefois extrêmement complexe et il conviendrait de définir clairement les compétences de l'institution en les dissociant de celles de la Banque mondiale et de la Banque européenne d'investissement. Par ailleurs, un accord devra également être obtenu concernant



l'allocation de ressources à la Pologne et à la Hongrie et leur utilisation. La création d'une telle institution offrirait pour la première fois l'occasion de rassembler les pays d'Europe centrale et de l'Est ainsi que ceux de l'OCDE dans le cadre d'une entreprise à laquelle ils participeraient et qu'ils gèreraient en commun. Le Conseil européen a demandé que tout soit mis en oeuvre pour que les négociations débutent en janvier 1990. Une fois la décision finale adoptée, il faudra probablement environ dix-huit mois avant que la banque ne devienne opérationnelle.

#### 4. La Décision de 1964

M. Christophersen remercie le Comité pour sa précieuse contribution aux travaux préparatoires à l'amendement de la Décision de 1964. Dans la soirée du 12 décembre, la proposition fera l'objet d'un débat au Parlement européen et la possibilité ne peut être écartée de voir surgir quelques problèmes, étant donné que la Commission a choisi de ne pas modifier son texte. Le Parlement avait proposé seize ou dix-sept amendements, dont plusieurs avaient trait à des questions d'ordre institutionnel concernant davantage les étapes deux et trois. Certaines des suggestions du Parlement visaient à souligner combien il importait que le Comité des Gouverneurs des banques centrales soutienne, au sens large, les objectifs de la Communauté en matière de politique économique. Pour des raisons d'ordre politique et diplomatique, et afin que le Parlement ne bloque pas la proposition, la Commission sera peut-être amenée à considérer favorablement certains des points soulevés, mais il faudrait alors que les Ministres se prononcent à l'unanimité contre les amendements. M. Christophersen annonce qu'il a déclaré au Parlement que la Commission n'était pas prête à accepter tous les amendements et qu'il lui a suggéré de tenir avec le Conseil ECOFIN des consultations informelles portant expressément sur les Décisions de 1964 et 1974. Il fait remarquer que si le Parlement refuse d'émettre un avis, il sera impossible au Conseil d'adopter une Décision. Ainsi, du fait d'une lacune dans la législation, le Parlement pourrait bloquer indéfiniment les travaux du Conseil.

M. Jaans n'est pas partisan de prendre en compte les amendements proposés par le Parlement dans le seul but de débloquer la procédure. Une tactique intéressante consisterait à laisser le Parlement européen garder les Décisions en "otages". Il serait également utile d'obtenir un exemplaire des travaux préparatoires collectifs du Parlement européen.

Le Président remercie M. Christophersen pour sa très intéressante déclaration.

IV. Examen du Rapport du Comité des Suppléants sur l'organisation du Comité des Gouverneurs en vue de la première étape de l'Union économique et monétaire

Le Président indique que ce point a été traité par les Gouverneurs en séance restreinte ce matin.

V. Examen du Rapport No 66, établi par le groupe d'experts présidé par M. Dalgaard, sur l'évolution récente de l'utilisation de l'écu privé

M. Dalgaard présente brièvement les conclusions que les experts ont tirées de leur analyse des évolutions récentes dans l'usage de l'écu privé.

- Le marché financier de l'écu a continué de se développer. Il a bénéficié, une fois de plus, du recours actif à l'écu, notamment des autorités de plusieurs pays membres de la Communauté (l'Italie, la France et la Grèce) ainsi que d'organes des Communautés européennes.
- Le passage au nouveau panier de l'écu s'est fait en douceur. La nouvelle procédure en deux étapes a contribué à ce résultat favorable. L'expérience positive suggère qu'en cas de nouvelle révision à l'avenir, il ne faudrait pas nécessairement craindre de difficultés.
- L'usage de l'écu privé par les banques centrales s'est de nouveau accru. Pour la première fois, on a assisté à d'importantes interventions à la vente. Celles-ci ont soulevé quelques problèmes pour le marché des changes de l'écu dont la liquidité est limitée; en revanche, il n'y a pas eu de problèmes pour les monnaies composantes, du fait que les montants ont été relativement limités. Les experts ont conclu qu'il faudrait suivre de près les interventions en écus dans le cadre de la surveillance mensuelle ("Monitoring").

M. Papademos indique que les Suppléants ont félicité M. Dalgaard, son groupe et le Secrétariat pour le rapport très complet, mais ils n'ont pas discuté au fond le rapport.

Le Président constate que les Gouverneurs n'ont aucune remarque à formuler.

VI. Examen des règles formelles relatives à l'écu officiel sur la base du Rapport No 67 établi par le groupe d'experts présidé par M. Dalgaard

A. Exposé de M. Dalgaard

M. Dalgaard résume brièvement les conclusions tirées par les experts de leur analyse des opérations en écus officiels effectuées durant la période probatoire de deux ans. Il souligne notamment que l'utilisation de l'écu officiel n'a donné lieu, durant cette période, ni à des soldes débiteurs et créditeurs excessifs ni à une composition déséquilibrée des réserves.

Compte tenu de cette expérience positive, les experts sont unanimes pour suggérer que les écus officiels continuent d'être acceptés sans restriction dans les règlements intracommunautaires. Toutefois, il y a eu des divergences d'opinions quant aux modalités de la continuation du régime.

La plupart des experts sont d'avis de supprimer, dans l'Article 16.1 de l'Accord sur le SME en date du 13 mars 1979, le ratio de paiement de 50%. En revanche, une minorité d'experts considèrent que la phase expérimentale n'a pas été suffisamment probante, et ils sont donc en faveur de reconduire l'accord informel daté de septembre 1987 pour une période maximale de deux ans.

M. Dalgaard ajoute que ces derniers experts estiment que la suppression du ratio de paiement ferait tomber la précaution contenue dans l'accord informel "pour autant qu'il n'en résulte pas une composition déséquilibrée des réserves ni des positions débitrices et créditrices nettes excessives en écus". En vue de répondre à ce souci, il a été suggéré d'introduire, dans l'Acte modifiant l'Accord du SME, un autre "considérant" qui pourrait se lire comme suit: "considérant que les parties au présent accord sont convenues que les dispositions élargissant les possibilités d'utilisation de l'écu officiel devraient être appliquées de manière à éviter une composition déséquilibrée des réserves et l'apparition de positions débitrices et créditrices excessives en écus".

### B. Exposé de M. Papademos

La majorité des Suppléants sont d'accord pour que les règles formelles actuelles soient modifiées afin de permettre le règlement entièrement en écus des soldes résultant des opérations de financement à très court terme. Ces Suppléants sont également prêts à accepter le "considérant" supplémentaire que M. Dalgaard vient de présenter. En revanche, un Suppléant a estimé qu'il serait prématuré de formaliser, à l'heure actuelle, la possibilité d'utiliser des écus officiels à 100%. Selon ce Suppléant, la phase probatoire n'aurait pas permis de gagner suffisamment d'expérience au point de justifier un amendement permanent des règles formelles, car cette période aurait été anormalement tranquille et la cohésion des cours de change dans le mécanisme de change du SME aurait été due à des circonstances particulières, notamment la faiblesse relative du deutsche mark par rapport au dollar. Ce Suppléant est donc en faveur de prolonger l'accord informel pendant deux ans encore.

Cet avis n'a pas été partagé par un autre Suppléant qui a argumenté en faveur de l'acceptation sans restriction de l'écu dans les règlements intracommunautaires. En effet, il a estimé que l'expérience de ces deux dernières années a été suffisante pour faire apparaître que l'utilisation d'écus officiels n'a pas donné lieu à une composition déséquilibrée des réserves ni à des soldes créanciers et débiteurs excessifs. Les deux années sous revue ne peuvent pas être considérées comme anormalement calmes, car elles ont été caractérisées par la libération des mouvements de capitaux dans nombre de pays communautaires, la participation d'une nouvelle monnaie au mécanisme de change du SME et la variabilité des marchés boursiers.

Un autre Suppléant a proposé, à titre de compromis, de proroger l'accord informel pendant un an encore et de revoir, à titre définitif, la situation en décembre 1990.

### C. Discussion du Comité

M. Pöhl se déclare en faveur de proroger, pour une nouvelle période de deux ans, l'accord informel selon lequel l'écu officiel est accepté à 100% dans les règlements intracommunautaires, pour autant qu'il n'en résulte pas une composition déséquilibrée des réserves, ni de positions débitrices et créditrices excessives en écus. En effet, d'une part, la phase expérimentale n'était pas suffisamment probante, d'autre part, les déséquilibres

existant dans les relations commerciales intracommunautaires pourraient donner lieu à des tensions dans le SME.

M. de Larosière rappelle qu'en septembre 1987 les Gouverneurs étaient convenus de formaliser leur accord informel après une période probatoire de deux ans. Celle-ci a démontré qu'il n'y a pas eu d'abus des possibilités d'utilisation élargie de l'écu officiel dans les règlements intracommunautaires; au contraire, les positions en écus officiels ont même été dénouées dans une large mesure. M. de Larosière souligne qu'il a personnellement veillé au dénouement de la position débitrice de la Banque de France, et il se voit mal récompensé par la proposition d'étendre la période probatoire de deux années supplémentaires. Il propose de procéder à la formalisation de l'accord informel, tout en acceptant l'insertion, dans l'Acte formel, d'un "considérant" selon lequel les nouvelles dispositions permettant les règlements à 100% en écus officiels devraient être utilisées de manière à éviter une composition déséquilibrée des réserves ou des positions débitrices ou créditrices excessives en écus officiels.

M. Ciampi partage l'avis de M. de Larosière et rappelle que l'Article 21 de l'Accord permet de revoir les nouvelles règles si des problèmes devaient apparaître.

M. Pöhl estime que l'accord conclu par les Gouverneurs il y a deux ans prévoyait l'acceptation à 100% d'écus officiels dans les règlements intracommunautaires pour autant qu'il n'en résulte pas de problèmes. Il déclare que la Deutsche Bundesbank continuera à accepter des règlements à 100% en écus officiels et donc est prête à proroger l'accord informel de septembre 1987 pour une nouvelle période de deux ans. Après ce délai, la situation serait réexaminée.

M. Duisenberg partage l'avis de M. Pöhl. Il rappelle que les Gouverneurs sont convenus de la période probatoire de deux ans comme période expérimentale. Or, les deux années sous revue n'ont pas permis - heureusement - d'avoir une expérience suffisante. Par conséquent, et pour les mêmes raisons qui ont amené les Gouverneurs en 1987 à conclure leur accord informel, M. Duisenberg se déclare en faveur d'une prorogation de la formule informelle pour acquérir l'expérience qui fait défaut jusqu'à présent.

M. Ciampi n'accepte pas l'argument avancé par M. Duisenberg selon lequel il faudrait pratiquement attendre jusqu'à l'apparition d'un abus pour trancher la question de la formalisation. Il se réfère au procès-verbal de la 219e séance du Comité des Gouverneurs du 10 novembre 1987 qui stipule

que "les Gouverneurs ont décidé qu'au terme de deux années d'expérience les règles formelles relatives à l'écu officiel seront soumises à un examen au sein du Comité des Gouverneurs, dans le cadre des dispositions générales de l'Article 21 de l'Accord sur le SME".

M. de Larosière constate qu'il y a trois options. La première consiste à formaliser le statu quo, comme proposé par la majorité. La deuxième option porte également sur la formalisation, étant entendu que l'acte officiel serait complété par un "considérant" supplémentaire qui fournirait une garantie contre un abus possible. Selon la troisième option, la période probatoire serait étendue sans limite. Cette dernière option n'est pas acceptable. De surcroît, M. de Larosière rappelle qu'en 1987 les Gouverneurs ont publié un Communiqué de presse à l'occasion de la conclusion de l'Accord de Bâle-Nyborg; un nouveau renvoi pourrait être interprété par le public comme un acte de défiance.

Suite à des interventions de MM. Pöhl, de Larosière, Ciampi et Dini, le Comité convient de renvoyer la question à la prochaine séance, afin de donner aux Gouverneurs l'occasion de réexaminer la situation et de réfléchir à des formules de compromis.

#### VII. Présidence du Comité

Le Président indique qu'il a eu des consultations avec les Gouverneurs et qu'il propose de désigner M. Pöhl, Président de la Deutsche Bundesbank, comme Président du Comité des Gouverneurs pour une période de trois ans à compter du 1er janvier 1990. Il est persuadé que le Président Pöhl apportera autorité, expérience et compétence à la présidence du Comité, à une époque importante où il s'agit de mettre en oeuvre la première étape de l'Union économique et monétaire. En outre, également à la suite de consultations avec les Gouverneurs, le Président propose de désigner M. Rey, Directeur de la Banque Nationale de Belgique, comme Président du Comité des Suppléants, pour une période de deux ans à partir du 1er janvier 1990.

Le Président constate l'accord du Comité sur ses deux propositions.

M. Pöhl souligne que le Comité, en désignant M. Rey comme Président des Suppléants, a pris manifestement une très bonne décision.

M. Rey remercie les Gouverneurs de la confiance qu'ils lui ont témoignée et assure qu'avec le concours de ses collègues il fera de son mieux pour être à la hauteur de la tâche qui lui est confiée.

M. Pöhl se fait l'interprète de tous les membres du Comité pour exprimer au Président la reconnaissance pour la manière efficace dont il a assuré la présidence du Comité durant une période qui a été caractérisée, d'une part, par des événements très importants sur le plan de la coopération monétaire européenne ("Rapport Delors"), d'autre part, par une situation difficile dans le pays du Président. M. Pöhl espère pouvoir suivre l'exemple de M. Chalikias et remercie tous les membres du Comité de la confiance qu'ils lui ont témoignée.

Le Président remercie M. Pöhl pour ses aimables paroles et exprime à tous ses collègues sa gratitude pour le soutien qu'ils lui ont apporté et qui lui a permis d'exercer ses fonctions pendant une année qui, en fait, a marqué une étape importante dans l'évolution de la coopération monétaire européenne. Le Président remercie également les Suppléants et les groupes d'experts pour leur travail très précieux, ses collaborateurs à la Banque de Grèce, et notamment M. Papademos dont l'appui a été remarquable, ainsi que le Secrétariat qui, comme toujours, a fourni la base du travail du Comité et dont l'efficacité est devenue proverbiale.

#### VIII. Autres questions relevant de la compétence du Comité

##### - Rencontre entre la Présidence du Comité et le Gouverneur de la Norges Bank

Le Président indique que, lundi après-midi, il a tenu la réunion annuelle avec le Gouverneur de la Norges Bank. Il a informé ce dernier de l'évolution dans le SME, de la coordination des politiques monétaires et de l'UEM. Le Gouverneur de la Norges Bank, pour sa part, a commenté la situation économique en Norvège, le processus de déréglementation et de libéralisation dans son pays et la possibilité d'une association formelle de la Norvège avec le SME. Un résumé de la rencontre sera transmis aux Gouverneurs par le Secrétariat, au courant des prochaines semaines. Toutefois, l'éventuelle association de la Norvège au SME appelle quelques remarques dès à présent. En effet, la Norges Bank a déjà officieusement contacté le Comité monétaire qui a l'intention de traiter cette question lors de sa séance du 16 janvier 1990. Le Comité des Gouverneurs pourrait également s'en saisir, étant donné que le fonctionnement du SME est fondé sur un accord entre banques centrales de la CEE. De surcroît, en plus de la Norvège, l'Autriche semble réfléchir à une association formelle avec le SME. Par conséquent, il faudrait

peut-être faire étudier par les experts les aspects techniques et les incidences d'une association au SME de pays tiers.

M. de Larosière pose la question de savoir comment traiter les demandes d'association émanant de la part de pays non membres de la CEE. Le Comité monétaire examinera la question en janvier 1990 mais, sur le plan juridique, quel sera le rôle du Comité des Gouverneurs?

Le Président répond que, sur le plan juridique, la décision est prise par les Ministres des Finances et les Gouverneurs des banques centrales sur avis du Comité monétaire.

M. Christophersen indique que le nouveau gouvernement norvégien a confirmé l'intention déjà manifestée par son prédécesseur. Outre le Comité monétaire, la Commission devra également répondre à certaines questions qui ont été posées. Une base juridique se trouve dans la Résolution du Conseil européen de 1978, qui stipule que les pays européens ayant des liens économiques et financiers particulièrement étroits avec les Communautés européennes peuvent participer au mécanisme de change et d'interventions. Il s'agit d'une question hautement politique. Il faudrait examiner notamment comment l'association s'insère dans le processus de renforcement de la coopération monétaire. Il serait utile pour le Conseil ECOFIN, pour la Commission et pour le Comité monétaire que le Comité des Gouverneurs se saisisse de certaines des nombreuses questions qui se posent, car l'association d'un pays non communautaire créerait un précédent.

M. Duisenberg souligne que l'association au mécanisme de change pose de nombreuses questions de procédure, de processus décisionnel et de fond (par exemple l'accès aux facilités de crédit à court terme) qu'il faudrait examiner. En outre, M. Duisenberg rappelle l'expérience acquise pendant la période du "serpent".

Le Président constate l'accord du Comité sur sa proposition de demander au groupe d'experts présidé par M. Dalgaard d'étudier les aspects techniques et les implications d'une association par des pays tiers au SME. L'étude devrait porter sur le principe, sans considération d'un pays déterminé.

#### IX. Date et lieu de la prochaine séance

La prochaine séance du Comité aura lieu à Bâle, le mardi 9 janvier 1990 à 9 heures 30.



RAPPORT SUCCINCT SUR L'EVOLUTION DES MARCHES DES CHANGES  
DES PAYS DONT LES BANQUES CENTRALES PARTICIPENT  
A LA CONCERTATION

---

NOVEMBRE 1989

---

Le présent rapport retrace l'évolution du marché des changes durant le mois de novembre ainsi que pendant les premiers jours de décembre 1989, et décrit brièvement les interventions effectuées au cours de cette période par les banques centrales participant à la concertation<sup>1</sup>.

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

En novembre 1989, les marchés des changes ont été essentiellement caractérisés par les développements suivants:

- une poursuite de la baisse du dollar;
- un raffermissement général du deutsche mark, plus nettement prononcé vis-à-vis du sterling et du yen;
- des pressions à la baisse à l'encontre des monnaies norvégienne, suédoise et finlandaise.

Le dollar EU a reculé par rapport à la plupart des monnaies européennes tout en faisant preuve d'une assez grande stabilité vis-à-vis du yen japonais. Les signes de ralentissement de l'économie américaine et l'anticipation de la poursuite du rétrécissement des écarts de taux d'intérêt, conjugués à la vigueur du deutsche mark, ont porté préjudice au dollar. Vis-à-vis du yen, la monnaie américaine a encore bénéficié du soutien d'une demande persistante

---

1 Banques centrales de la CEE, de Norvège, de Suède, de Finlande, de Suisse, d'Autriche, du Japon, du Canada et des Etats-Unis.

émanant des investisseurs, en particulier du Japon. Au total, le dollar a fléchi de 2,5% contre le deutsche mark, tandis qu'il a progressé de 0,25% à l'égard du yen et de 1% par rapport à la livre.

Au sein du SME, l'écart entre le groupe de tête de la bande étroite (deutsche mark et florin) et les autres monnaies s'est sensiblement élargi. Les tensions passagères qui sont apparues ont été résorbées soit par des interventions intramarginales ponctuelles, soit par une légère augmentation des écarts de rémunération vis-à-vis du deutsche mark. Après un certain déclin, la lire se stabilisait dans la partie inférieure de la bande étroite, tandis que la peseta enregistrait un glissement important au sein de la marge élargie.

Le deutsche mark s'est renforcé, bien que son appréciation ait été moins marquée envers les monnaies des pays participant au mécanisme de change du SME que par rapport à celles des autres grands pays. Les hausses les plus fortes ont été enregistrées contre la livre (3,6%) et le dollar EU (2,7%). Vis-à-vis des monnaies du mécanisme de change du SME, l'ascension du deutsche mark n'a été que de 0,3%, mais ce chiffre masque des fluctuations s'échelonnant entre +1,4% par rapport à la peseta et -0,2% envers la couronne danoise. L'appréciation du deutsche mark s'explique entre autres, comme le mois précédent, par le renchérissement du loyer de l'argent en Allemagne fédérale, alors que l'on escompte plutôt une détente des taux d'intérêt à l'étranger. L'évolution de la situation politique en Europe de l'Est, notamment l'ouverture des frontières avec la République démocratique allemande, y a aussi contribué. Le marché s'attend généralement que la libéralisation survenue à l'Est renforce l'expansion de l'économie allemande et amène la Bundesbank à relever les taux d'intérêt, devant la hausse des prix qui en résulterait.

Le franc français, qui a maintenu sa position relative au sein du mécanisme de change et s'est inscrit en progression vis-à-vis du dollar, du yen et de l'écu, a fléchi en revanche par rapport au deutsche mark et au florin. Ce mouvement de repli, qui n'a dû être contrôlé par des interventions qu'en de rares occasions, est resté limité car la monnaie française a bénéficié d'une augmentation de l'écart de rémunération en sa faveur et de la poursuite de la réduction du différentiel d'inflation entre l'Allemagne et la France.

Le franc belge est demeuré très stable. La Banque est intervenue ponctuellement pour contrecarrer tout glissement de sa monnaie vis-à-vis des monnaies fortes du SME.

Le florin néerlandais s'est maintenu dans la partie supérieure de la bande étroite, légèrement en dessous du deutsche mark.

La couronne danoise s'est raffermie envers toutes les monnaies du SME, tout en restant une des monnaies les plus faibles de la bande étroite.

La livre irlandaise s'est stabilisée autour du milieu de la bande du SME au cours de la première partie de la période. Dans la seconde, on a assisté à une reprise des sorties de capitaux et la Central Bank of Ireland a réagi en procédant à d'importantes ventes nettes de devises et en laissant la livre se replier davantage au sein de la bande du SME.

La lire italienne a été affectée par la vigueur du deutsche mark et s'est quelque peu dépréciée vers la fin du mois, tout en se maintenant près de la limite inférieure de la bande étroite. La Banca d'Italia est intervenue pour atténuer les fluctuations du taux de change dans la seconde partie du mois.

La peseta espagnole s'est légèrement raffermie en début de période à la suite d'un mouvement de retour de capitaux à court terme. Vers le milieu du mois, elle a toutefois subi de fortes pressions à la baisse, liées à la vigueur du deutsche mark. Au total, elle a perdu 0,8% par rapport à l'écu.

Tout en s'échangeant dans une fourchette étroite contre le dollar EU, la livre sterling s'est fortement dépréciée à l'égard du deutsche mark. Après s'être progressivement redressée envers les monnaies européennes durant la première partie du mois, elle a brusquement cédé le terrain qu'elle venait de gagner; cette évolution est due au raffermissement du deutsche mark et au fait que les investisseurs ont adopté une attitude de plus en plus pessimiste quant aux perspectives économiques et politiques au Royaume-Uni. Grâce à des interventions modérées, la dépréciation s'est ralentie et la livre a pu terminer le mois sur une note plus optimiste. Son indice pondéré en fonction des échanges commerciaux a régressé de 2,3%, pour s'inscrire à 86,4 (1985 = 100).

La drachme grecque s'est appréciée de 0,4% par rapport au dollar EU et dépréciée de 1,5% envers l'écu. En termes effectifs, elle a perdu 1,3%.

L'escudo portugais a reculé de 0,25% en termes effectifs. Par rapport au dollar EU, il a progressé de 1,2%.

Le franc suisse s'est raffermi d'environ 1% par rapport au dollar EU. Envers le yen japonais et la livre britannique, le redressement est même plus prononcé. Vis-à-vis des monnaies du SME, le franc suisse a baissé de 1 à 1 1/2%. Sur une base pondérée en fonction des exportations, son recul est de 0,3%.

Le schilling autrichien s'est raffermi de 2,7% à l'égard du dollar EU. Par rapport au deutsche mark, il n'a varié que de 0,05%. Il a bénéficié d'un soutien de liquidité à court terme en novembre sous forme de DM 1,65 milliard de swaps deutsche marks/schillings.

La couronne norvégienne a fait preuve de faiblesse durant la plus grande partie du mois de novembre. Elle a pourtant terminé le mois inchangée en termes effectifs grâce à des interventions et à un relèvement des taux d'intérêt sur le marché monétaire. La Norges Bank a majoré le taux des prêts au jour le jour de 1 point, pour le porter à 11% à compter du 16 novembre.

Après une première quinzaine assez calme, la couronne suédoise a été soumise à de fortes pressions à la vente. La Riksbank est intervenue à de nombreuses reprises et a laissé l'indice monter de 130,50 à 131,80. Des hausses de salaires contractuelles plus importantes que prévu ainsi que les prévisions, par le gouvernement, d'une détérioration des déficits des paiements courants se sont traduites par des opérations de couverture de positions en couronnes. Les sorties s'expliquent dans une certaine mesure par les achats de devises par les résidents couvrant leur position inchangée avant la fin de l'année; elles résultent cependant pour l'essentiel de ventes par les non-résidents de couronnes contre devises, en particulier deutsche marks. Le relèvement des taux d'intérêt à court et à long terme sur le marché interne vers la fin du mois a renforcé la couronne et permis d'équilibrer le marché des changes.

Le mark finlandais est demeuré stable en termes effectifs. Il a toutefois bénéficié d'interventions à la vente. Les taux du marché monétaire ont continué à se tendre.

Le yen japonais a évolué dans une fourchette relativement étroite par rapport au dollar EU et a clôturé le mois avec une perte de 0,5% à Y 142,90. Il s'est néanmoins déprécié de 2,2% envers l'écu, du fait principalement d'achats de deutsche marks par les résidents japonais.

La devise canadienne s'est appréciée de 0,8% par rapport au dollar EU, clôturant le mois à \$EU 0,8590. Ce raffermissement est en grande partie lié à l'importance des écarts de taux d'intérêt à court terme, particulièrement face aux taux américains. La publication de données économiques indiquant une croissance soutenue du PNB et un plus faible déficit de la balance commerciale au troisième trimestre a aussi contribué au sentiment positif à l'égard du dollar canadien.

## II. INTERVENTIONS

Les interventions se sont élevées au total à l'équivalent de \$EU 11,1 milliards, contre \$EU 17,9 milliards en octobre.

Les interventions brutes en dollars EU ont atteint \$EU 6,6 milliards; elles se sont traduites par des ventes nettes de \$EU 4,3 milliards, soit un chiffre inférieur aux \$EU 11,2 milliards de ventes enregistrées en octobre. Les principaux vendeurs ont été la Sveriges Riksbank, la Norges Bank, la Bank of England et la Banca d'Italia.

Les interventions brutes en monnaies communautaires et en écus privés se sont élevées à l'équivalent de \$EU 4,2 milliards, contre \$EU 5,3 milliards en octobre. Ces interventions ont été effectuées en grande partie par les banques centrales du SME, avec un montant total de \$EU 2,3 milliards (contre \$EU 4,3 milliards en octobre). Elles ont consisté essentiellement en ventes et achats intramarginaux de deutsche marks (\$EU 2,9 milliards), qui se sont traduits par des ventes nettes équivalent à \$EU 2,2 milliards. Le principal acheteur a été la Danmarks Nationalbank, et les principaux vendeurs nets la Sveriges Riksbank et la Banca d'Italia. Le solde correspond principalement à des interventions à la vente d'écus (\$EU 0,6 milliard) effectuées sur une échelle plus réduite qu'en octobre par la Banca d'Italia et la Bank of England.

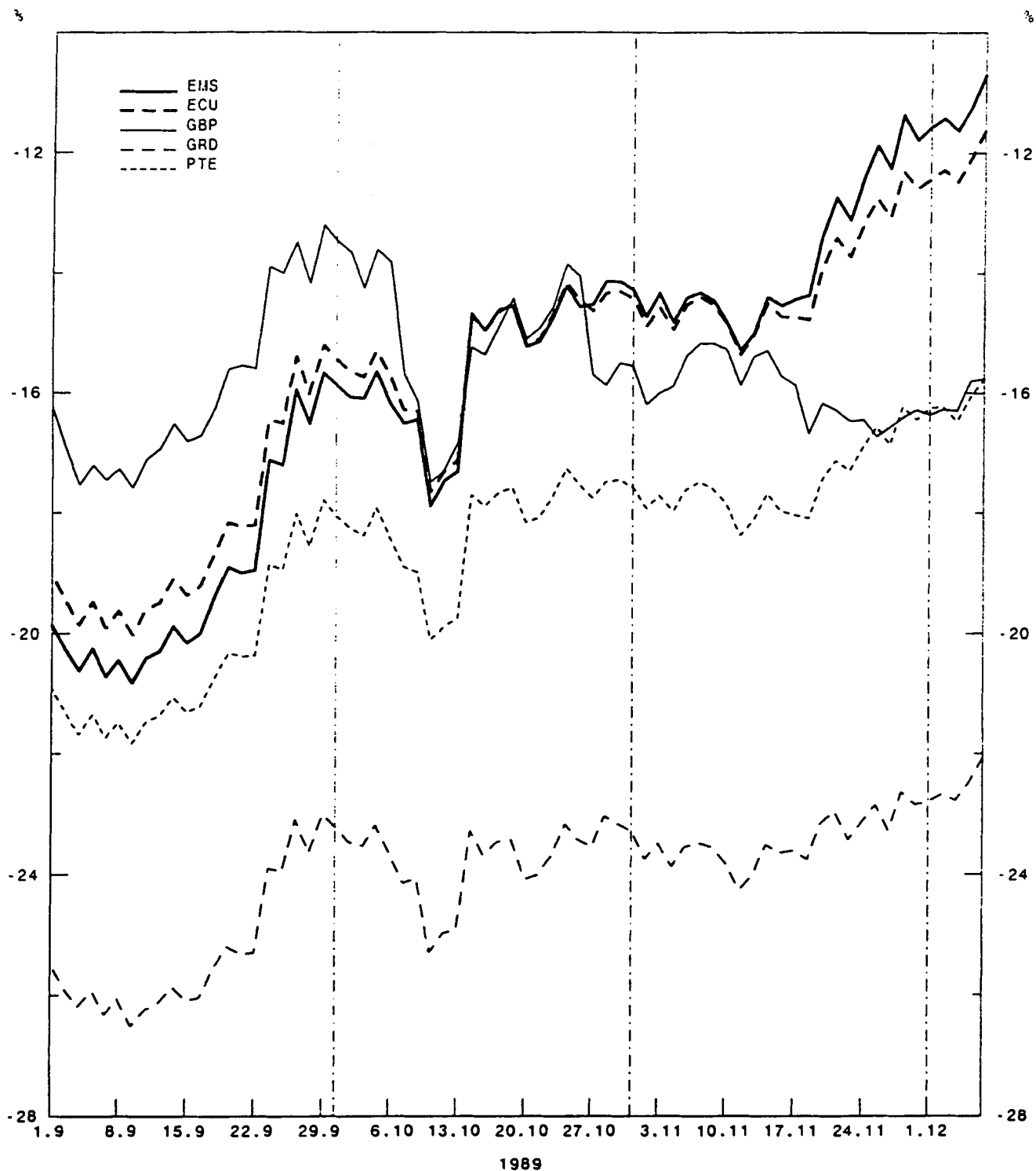
Les interventions en d'autres monnaies que le dollar EU ont représenté au total \$EU 0,3 milliard; elles ont consisté essentiellement en ventes nettes de yens japonais par la Banque de Finlande et la Sveriges Riksbank.

## III. EVOLUTION JUSQU'AU 8 DECEMBRE 1989

Les tendances observées au cours du mois de novembre se sont poursuivies:

- après avoir évolué dans d'étroites limites, le dollar EU a de nouveau fléchi,
- le yen s'est affaibli par rapport au dollar EU et aux monnaies européennes,
- la fermeté du deutsche mark s'est confirmée vis-à-vis de l'ensemble des monnaies.

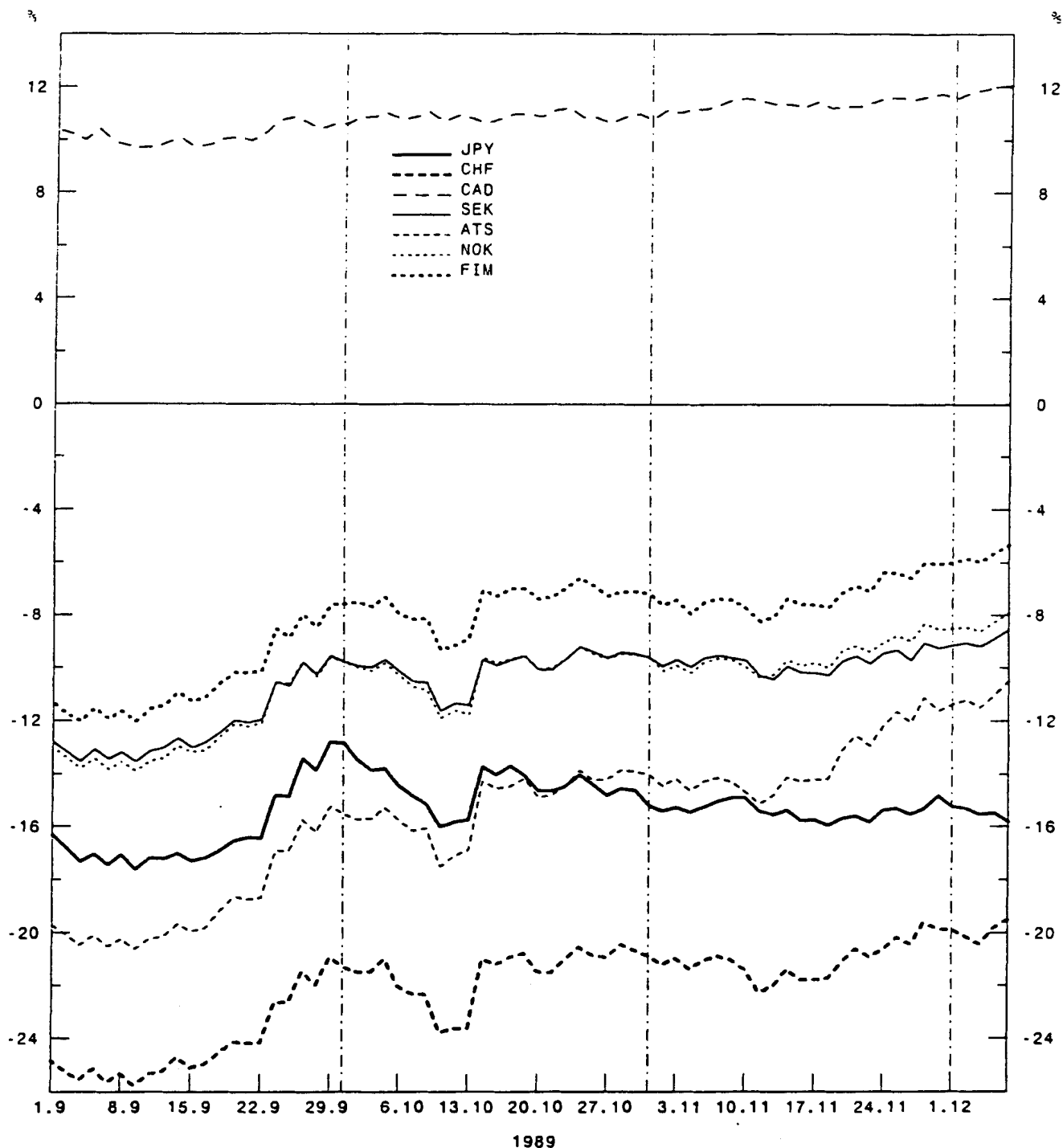
EVOLUTION OF THE ECU, THE MIDDLE RATE OF THE CURRENCIES PARTICIPATING IN THE EXCHANGE RATE MECHANISM OF THE EMS, AND THE CURRENCIES OF THE EEC CENTRAL BANKS WHICH DO NOT PARTICIPATE IN THAT MECHANISM, ON THE BASIS OF THE EXCHANGE RATES PREVAILING ON 31ST DECEMBER 1987 AGAINST THE USD\*



\* See next page.

8.12.1989

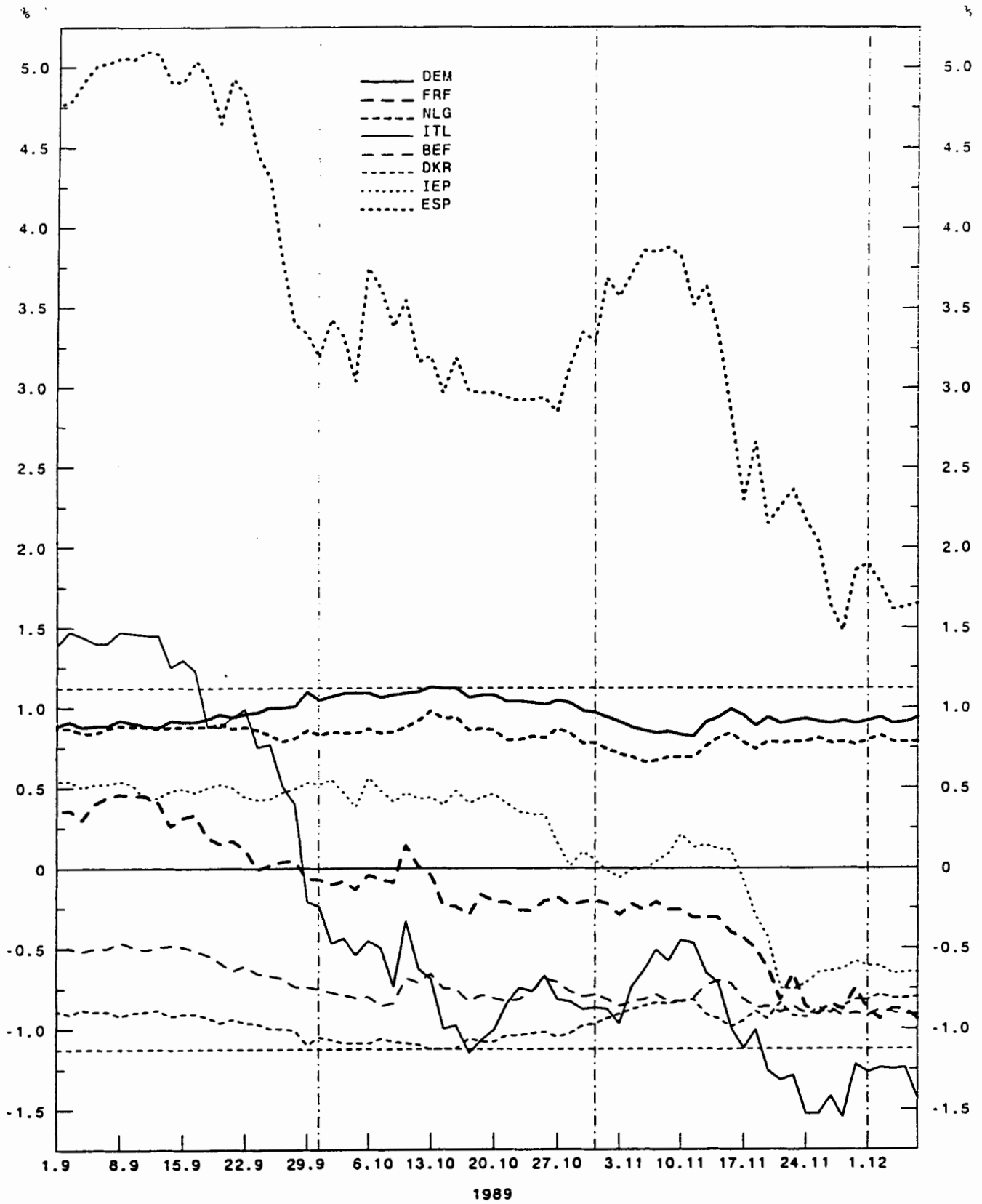
EVOLUTION OF THE CURRENCIES OF THE NON-EEC CENTRAL BANKS  
PARTICIPATING IN THE CONCERTATION, ON THE BASIS OF THE EXCHANGE  
RATES PREVAILING ON 31ST DECEMBER 1987 AGAINST THE USD\*



\* ECU 0,767254; GBP 0,5346; GRD 126,2002; ESP 107,8498; PTE 130,0242; FIM 3,945; CAD 1,302; CHF 1,2775; JPY 121,4501; SEK 5,795; NOK 6,233; ATS 11,129; middle rate of the currencies participating in the EMS 0,77324. The middle rate of the currencies participating in the EMS represents the daily average of the exchange rates of those two currencies which have the largest divergence from their current bilateral central rates, with a maximum fluctuation of 2.25%.

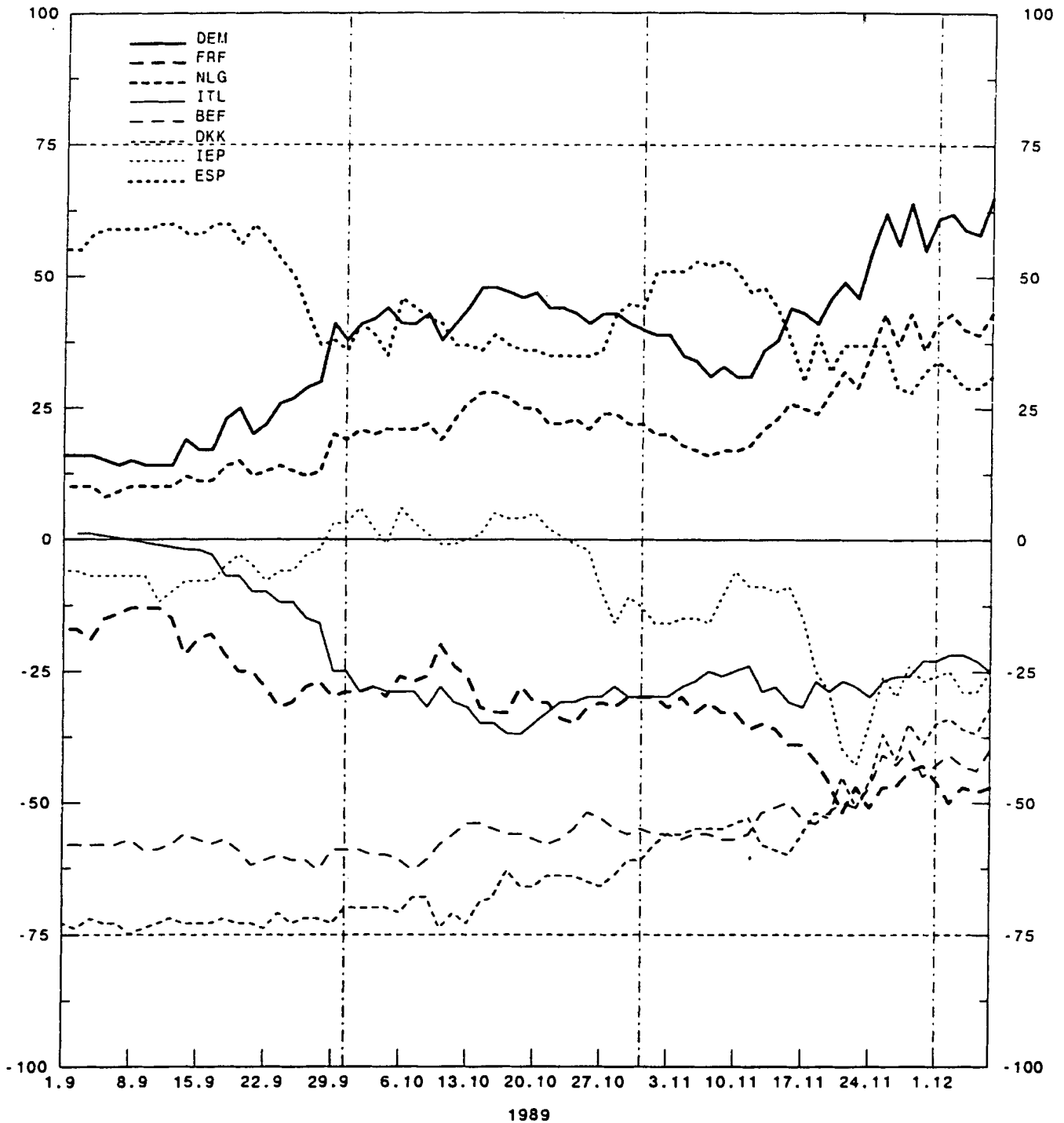
8.12.1989

MOVEMENTS IN THE EMS PARITY GRID





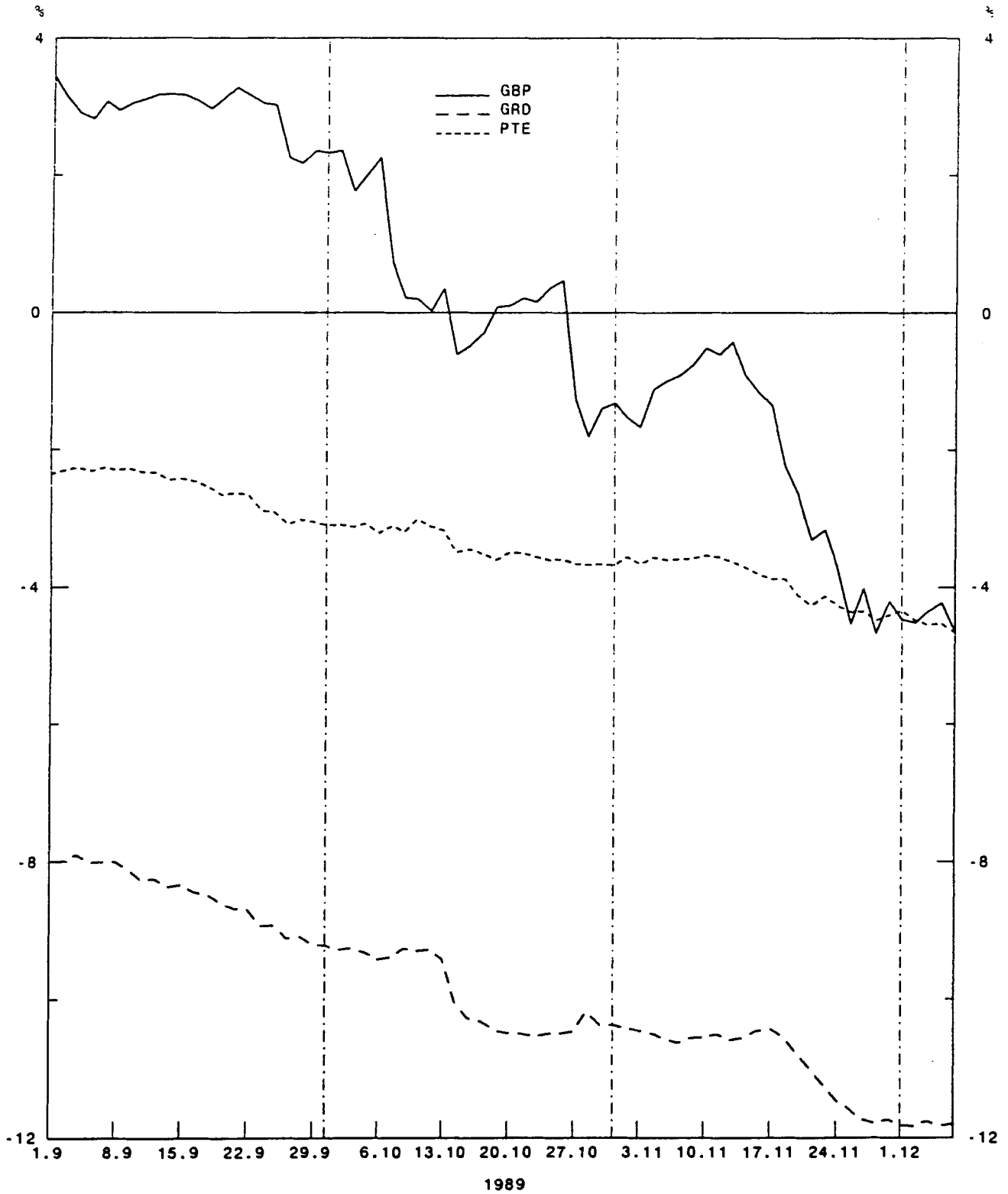
## EVOLUTION OF THE DIVERGENCE INDICATOR\*



\* The divergence indicator provides a uniform measure of a currency's position in relation to its ECU central rate. The maximum divergence spread is the maximum percentage by which a currency's market rate against the ECU may appreciate or depreciate in relation to its ECU central rate; it is expressed as +/-100, the divergence threshold being +/-75. The data which has been used to draw this graph are the ECU rates against the different currencies, adjusted to eliminate the effect of the fluctuation of the Italian lira, the Spanish peseta, the pound sterling and the Greek drachma outside the 2.5% margin against the other currencies participating in the EMS.

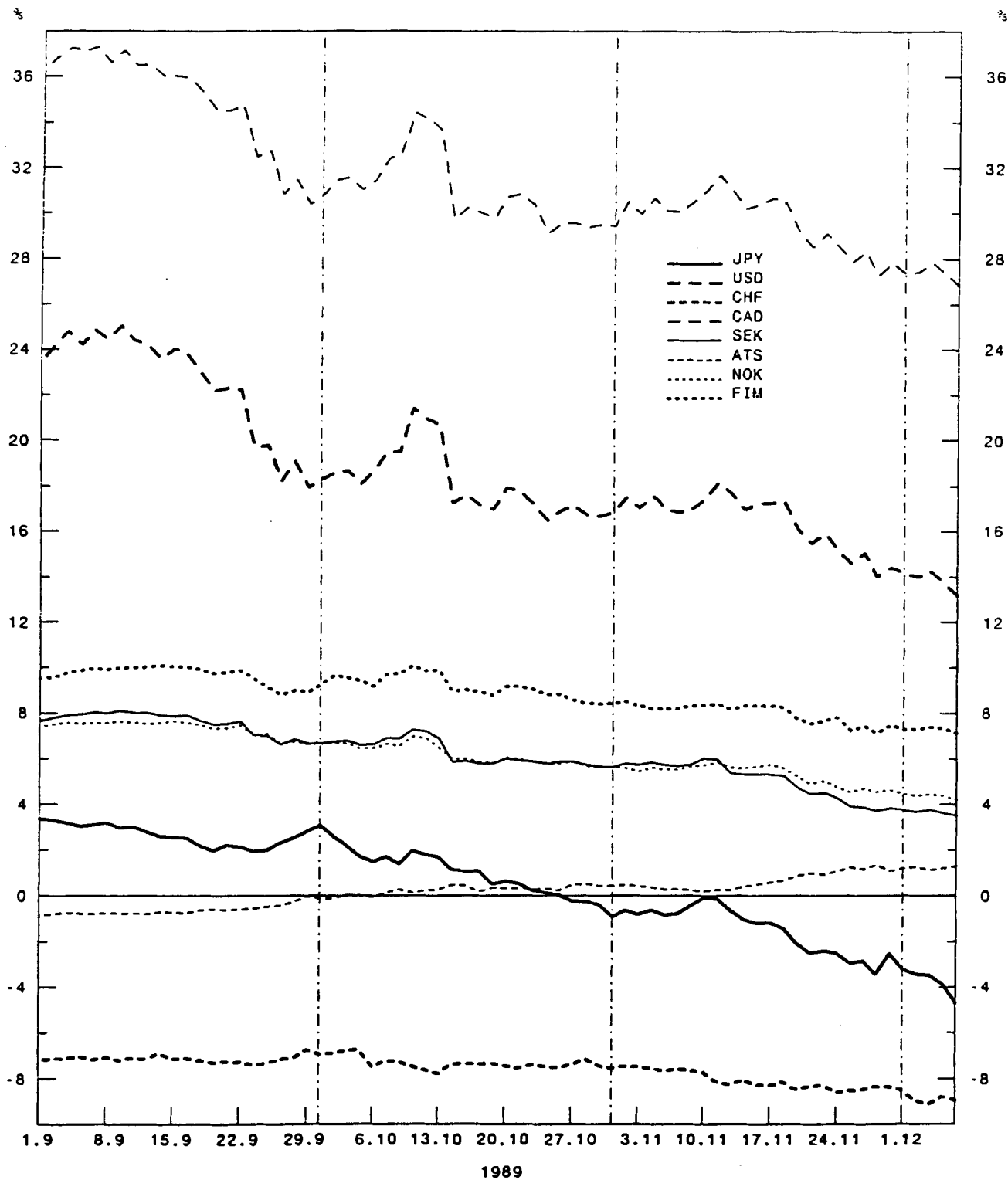
8.12.1989

EVOLUTION OF THE POUND STERLING, THE GREEK DRACHMA, AND THE PORTUGUESE ESCUDO, ON THE BASIS OF THE MARKET RATES PREVAILING ON 31ST DECEMBER 1987 AGAINST THE ECU\*



\* GBP 0,696793; GRD 164,483; ESP 140,566; PTE 169,467.

EVOLUTION OF THE CURRENCIES OF THE NON-EEC CENTRAL BANKS  
PARTICIPATING IN THE CONCERTATION, ON THE BASIS OF THE EXCHANGE  
RATES PREVAILING ON 31ST DECEMBER 1987 AGAINST THE ECU\*



\* USD 1,30335; CAD 1,69696; CHF 1,66503; JPY 158,292; SEK 7,55292; NOK 8,12378; ATS 14,5050; FIM 5,14172.

8.12.1989