

PROCES-VERBAL \*  
DE LA 241e SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS  
DES BANQUES CENTRALES DES ETATS MEMBRES  
DE LA COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE  
TENUE A BALE, LE MARDI 9 JANVIER 1990 A 10 HEURES

---

Sont présents: le Président de la Deutsche Bundesbank et Président du Comité, M. Pöhl, accompagné par MM. Tietmeyer et Rieke; le Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique, M. Verplaetse, accompagné par M. Rey et Mme de Wachter; le Gouverneur de la Danmarks Nationalbank, M. Hoffmeyer, accompagné par M. Mikkelsen; le Gouverneur de la Banque de Grèce, M. Chalikias, accompagné par MM. Papademos et Karamouzis; 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 Capanera; 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 MM. Szász et Brockmeijer; le Gouverneur du Banco de Portugal, M. Tavares Moreira, accompagné par M. Amorim; le Gouverneur de la Bank of England, M. Leigh-Pemberton, accompagné par MM. Crockett et Price; le Président de la Commission des Communautés européennes, M. Delors, accompagné par MM. Pons, Dixon et Boyd; le Directeur Général de l'Institut Monétaire Luxembourgeois, M. Jaans. 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.

---

\* Texte définitif, approuvé lors de la séance du 13 février 1990, et comportant par rapport au projet quelques modifications de caractère rédactionnel.

Le Président ouvre la séance en remerciant ses collègues pour la confiance qu'ils lui ont témoignée; il ajoute qu'il essaiera de trouver l'équilibre entre ses fonctions de Président du Comité, dans lesquelles il devra être neutre et représenter l'ensemble du Comité, et sa charge de Président de la Deutsche Bundesbank qui l'amènera à défendre les intérêts d'une institution qui est certainement celle qui, de temps à autre, essuie le plus de critiques dans cette enceinte.

Le Comité se trouve à un moment tout à fait déterminant de l'évolution en Europe; il est très sensible au fait que le Président Delors assiste si souvent aux séances et manifeste ainsi, de façon éclatante, l'importance des travaux du Comité. Les Gouverneurs des banques centrales sont en effet appelés à jouer un rôle important dans le processus vers l'Union économique et monétaire. On peut être optimiste car, après s'être mis d'accord sur le rapport du "Comité Delors" qui est une contribution de taille à l'édification de l'Europe, les Gouverneurs se sont entendus rapidement sur les changements à apporter à l'organisation du Comité. Les Ministres des Finances ont également fait diligence mais ils n'ont pas pu adopter la Décision amendant la Décision de 1964, en raison de l'absence d'avis du Parlement européen. Les Gouverneurs sont néanmoins déterminés à aller de l'avant; ils ont déjà progressé sur la substance, en aboutissant à un accord sur l'orientation générale et le contenu de la coopération monétaire et sur la nécessité de rendre les politiques monétaires plus compatibles.

Le Président félicite M. Hoffmeyer qui a célébré à la fois son 25e anniversaire comme Gouverneur, fait rarissime, et ses 65 ans; il mentionne que le Professeur Belezza, du Banco de Portugal, qui avait participé aux séances du Comité en décembre, vient d'être nommé Ministre des Finances du Portugal et il prie M. Tavares Moreira de lui transmettre les félicitations et les meilleurs voeux du Comité.

Le Président souhaite la bienvenue à M. Tietmeyer qui est ici pour la première fois en tant que Suppléant de M. Pöhl. M. Tietmeyer est bien connu de tous en raison des fonctions qu'il a occupées antérieurement, et le Comité se réjouit de l'accueillir.

Enfin, le Président indique que M. Waitzenegger prend sa retraite fin janvier et participe donc pour la dernière fois à une séance du Comité. M. Waitzenegger, Sous-Gouverneur de la Banque de France depuis 1984, a été extrêmement fidèle aux réunions de la CEE à Bâle; sa coopération et sa contribution ont toujours été riches et équilibrées; il a été également

très actif dans la coopération bilatérale avec la Bundesbank, notamment, qu'il a menée en parfait gentleman. Le Comité remercie M. Waitzenegger et lui adresse ses meilleurs vœux pour la nouvelle tranche de vie qu'il aborde.

M. de Larosière indique qu'il n'a pas été en mesure, hier à la réunion des Gouverneurs du Groupe des Dix, de marquer le départ de M. Waitzenegger et qu'il tient donc, en tant que Président de ce Groupe, à lui exprimer ses remerciements, son appréciation et ses vœux. M. Waitzenegger est parfaitement connu de tous puisqu'il fréquente depuis plus de 10 ans les réunions de Bâle. A la Banque de France, il a été le collaborateur le plus merveilleux et le plus précieux du Gouverneur grâce à son immense connaissance des dossiers et sa profonde pratique des marchés des changes.

#### I. Approbation du procès-verbal de la 240e séance

Le Comité approuve le procès-verbal de la 240e 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 a continué son déclin en décembre et début janvier, perdant environ 7% durant ces six semaines. Depuis la pointe de juin 1989, le recul est de près de 20%, mais le dollar est encore supérieur au niveau de fin 1987 et début 1988 et même à celui de février 1987, lors de l'Accord du Louvre, si l'on corrige pour les différences d'évolution des coûts. Les raisons de la faiblesse du dollar sont le différentiel de taux d'intérêt réduit envers le deutsche mark, l'affaiblissement des tensions internationales (Panama, Europe de l'Est et ailleurs), la force particulière du deutsche mark et peut-être aussi les interventions des banques centrales.

En ce qui concerne celles-ci, les ventes nettes de dollars ont approché 6 milliards durant la période décembre-début janvier, et la "Fédérale" a paru préoccupé par les ventes de dollars des banques centrales européennes craignant qu'elles provoquent une baisse trop rapide et trop prononcée de la monnaie américaine. Un épisode assez particulier s'est produit le jeudi 4 janvier. La Bundesbank a vendu \$EU 50 millions, ce qui a entraîné une baisse de près de 3% du cours du dollar. La Banque du Japon avait déjà vendu \$EU 750 millions le mercredi 3 janvier à New York et a continué à vendre à Londres le jeudi alors que la Bundesbank est intervenue à Francfort, suivie de près à Zurich par la Banque Nationale Suisse qui a déclaré qu'elle participait à une action concertée. Les marchés ont cru à une telle action, d'où la forte baisse du dollar vis-à-vis des monnaies européennes. Le fait que, juste avant son intervention, la Bundesbank soit revenue à la procédure antérieure de prises en pension à taux d'intérêt variables, a aussi créé une incertitude dans les marchés qui ont vu là un resserrement de la politique monétaire.

Le yen est resté assez stable vis-à-vis du dollar en décembre, comme depuis six mois, et en conséquence est en forte baisse à l'égard des monnaies européennes (environ 20% par rapport au deutsche mark depuis le début de 1989). Cette évolution est jugée par les experts peu raisonnable et négative, étant donné que les facteurs fondamentaux exigeraient plutôt un raffermissement. La situation politique au Japon avec des élections probablement en février est certainement la principale cause et explique par exemple la politique monétaire faible. En outre, les investisseurs japonais continuent d'être très intéressés par des placements à l'étranger et surtout aux Etats-Unis. On s'attend à une hausse des taux d'intérêt au Japon, après les élections; cela devrait soutenir le yen mais il est difficile de dire dans quelle mesure.

A l'intérieur du mécanisme de change du SME, les tensions ont continué à être modérées; elles n'apparaissent pas dans les taux de change dans la marge étroite étant donné que, depuis décembre, ces taux étaient polarisés avec le deutsche mark et le florin près du sommet de la bande et les autres monnaies près du plancher. La bande étroite est restée toutefois aux environs de 2%. La lire italienne et la peseta ont quelque peu faibli. Pour la plupart des monnaies du mécanisme, des interventions ont été nécessaires ainsi qu'un accroissement du différentiel de taux d'intérêt avec le deutsche mark. Les raisons de cette évolution se trouvent dans la vigueur

particulière de la monnaie allemande, associée aux événements de l'Europe de l'Est, ainsi que dans les rumeurs persistantes d'un réalignement qui ont été liées principalement, en décembre, à l'attente d'un rétrécissement de la marge de la lire, opération que l'on voyait comme une occasion d'un ajustement général.

Le rétrécissement de la marge de la lire a été décidée par les autorités italiennes après l'adoption par le Parlement, juste avant Noël, d'un budget 1990 marquant un resserrement de la politique budgétaire. L'opération a été faite de telle manière que la limite d'intervention inférieure soit inchangée, ce qui impliquait une dépréciation formelle de  $3 \frac{3}{4}\%$  du cours-pivot par rapport aux autres monnaies. Afin d'assurer une transition dans l'ordre, la Banca d'Italia avait amené la lire dans une position proche du milieu de sa nouvelle marge, mais un peu inférieure au niveau de la bande étroite que l'Italie avait en fait suivie depuis près d'un an. En conséquence, il y a eu un affaiblissement assez marqué de la lire au cours de décembre. Le lundi 8 janvier, pour la première journée après l'opération, la lire s'est raffermie. Cette évolution pouvait être attendue car, après un tel mini-réalignement, le marché pouvait supposer qu'un nouveau réalignement n'aurait pas lieu dans un proche avenir. Dans ce cas, les différentiels de taux d'intérêt prennent une importance accrue et les monnaies à taux d'intérêt élevés devraient tendre à se raffermir. Il est difficile de dire dans quelle mesure cela se produira. Comme d'habitude après un réalignement, les marchés ont besoin d'un certain temps pour s'adapter à la nouvelle situation.

En ce qui concerne la peseta espagnole, la première réaction semble avoir été assez différente; des pressions sur le cours de change se sont produites le lundi 8 janvier et le Banco de España a décidé de ne pas intervenir et de laisser glisser sa monnaie. En conséquence, la peseta est tombée à un niveau inférieur à celui de la lire et du deutsche mark et toutes les monnaies du mécanisme se sont trouvées à l'intérieur de la marge étroite. Le rétrécissement de la marge de la lire redonne à la peseta, seule monnaie à marge large, une pleine souplesse, c'est-à-dire qu'elle peut fluctuer de 5% au-dessus de la bande à 5% au-dessous, alors que précédemment cette souplesse était limitée par la position de la lire.

Deux points relativement mineurs méritent d'être mentionnés.

Alors que le marché de la lire était calme, malgré l'attente largement répandue du rétrécissement de la marge, de vives pressions se

sont développées, déclenchées apparemment par une information de l'Institut Smick Medley prédisant un réalignement important dans le SME. La Banca d'Italia a dû intervenir massivement, plus de \$EU 600 millions en un jour.

La baisse du dollar a influencé les sorties de capitaux en France. En effet, il semble que nombre de sociétés françaises, qui avaient fait de gros investissements à l'étranger en 1989, ont profité de la faiblesse du dollar pour convertir en francs français leur financement en monnaie étrangère.

#### B. Exposé de M. Rey

Les Suppléants ont concentré leur attention sur trois sujets: la décision du gouvernement italien d'intégrer la lire dans la bande étroite du SME, la cohésion des monnaies au sein du SME et le comportement des autres grandes monnaies.

##### 1. Insertion de la lire italienne dans la bande étroite

La décision des autorités italiennes et sa mise en oeuvre ont été saluées comme une contribution positive au renforcement du SME. Elles s'accompagnent de la décision bienvenue, approuvée par le Parlement, de resserrer la politique budgétaire. Les procédures communautaires ont été appliquées avec souplesse et confirmé une coopération exemplaire.

Sans remettre en cause ce jugement positif, les Suppléants ont évoqué les questions suivantes.

D'abord, l'initiative italienne s'accorde-t-elle avec les données fondamentales de l'économie? N'aurait-il pas été préférable d'opérer un déplacement plus important du taux central?

Le Suppléant italien a souligné que les prestations de l'économie sont favorablement orientées, tant sur le plan de l'activité que sur celui des grands équilibres. Les entreprises italiennes jouissent d'une compétitivité et d'une rentabilité solides. Les performances en matière de commerce extérieur sont satisfaisantes.

Plusieurs Suppléants ont insisté sur la nécessité d'un "policy-mix" adapté au rétrécissement de la marge; le resserrement budgétaire décidé est donc bienvenu mais il est surtout très important que les autorités le mettent en oeuvre avec diligence et détermination.

Un deuxième ordre de questions concerne la séquence des actions nécessaires en prévision de la première étape de l'UEM. Fallait-il rejoindre la bande étroite avant de libérer totalement les mouvements de capitaux, ou

procéder en sens inverse? Des arguments peuvent être invoqués dans les deux sens, mais les Suppléants ont reconnu que le scénario choisi était devenu inévitable dès le moment où la décision politique du rétrécissement de la marge avait été publiquement annoncée. En donnant le signal d'une conduite rigoureuse de la politique de change, les autorités peuvent créer un climat d'anticipation favorable à la mise en oeuvre de la libération totale des mouvements de capitaux dans la stabilité.

Un troisième ordre de questions concerne la procédure suivie, et en particulier le rôle du Comité des Gouverneurs dans son déroulement. Il a été rappelé qu'à l'occasion de l'adhésion de la peseta espagnole au mécanisme de change, le Comité s'était montré très actif, même trop actif d'après certains. Cette fois, son rôle est demeuré plus que modeste. Cette situation est-elle satisfaisante? Appelle-t-elle une réflexion spécifique?

## 2. Cohésion des monnaies au sein du SME

Le Système fonctionne toujours de façon satisfaisante, compte tenu des influences auxquelles il est soumis. La suppression des derniers résidus du contrôle des changes en France, six mois avant la date limite, a été bien reçue dans les marchés et n'a guère eu d'effets négatifs, ni pour la France, ni pour l'ensemble du Système.

Toutefois, sans parler de tensions majeures, il faut reconnaître que des signes de nervosité se sont manifestés au cours des dernières semaines. Ils ont entraîné des mouvements de taux d'intérêt et des interventions dans les marchés des changes pour un volume global qui doit retenir l'attention.

Dans ce contexte, deux questions surgissent:

- L'initiative italienne permet-elle d'escompter une détente prolongée?  
Détente, oui sans doute. On notera à cet égard que, du côté de la Bundesbank, il a été souligné que les récentes opérations dans le marché monétaire ne traduisent pas de changement, pour le moment, dans le cours de la politique monétaire. Détente prolongée? C'est moins certain; il faut reconnaître que la fermeté du DM est devenue une donnée fondamentale du paysage monétaire.
- Les interventions ne sont-elles pas excessives en regard des mouvements de taux d'intérêt? on peut considérer que les dernières semaines ont été marquées par des facteurs particuliers, tels que l'étroitesse des marchés et les rumeurs de réalignement imminent. On peut observer que les mouvements internationaux de capitaux

prennent structurellement une ampleur croissante dont on peut attendre qu'elle se reflète dans le volume des interventions. Il y a néanmoins là matière à surveiller de près l'évolution dans les prochaines semaines.

### 3. Comportement des autres monnaies

On se bornera à mentionner deux points:

- L'insatisfaction est générale au sujet du niveau du yen, qui se déprécie de façon économiquement injustifiée. Mais le rôle des facteurs politiques dans cette évolution rend toute action, ou persuasion, difficile avant les élections du mois de février.
- Les Suppléants ont évoqué l'épisode des interventions récentes de la Bundesbank, accompagnées par d'autres banques centrales, pour empêcher l'amorce d'une nouvelle reprise de la hausse du dollar. Le succès remarquable de cette initiative a été souligné, mais le souhait d'une concertation préalable en pareille circonstance a aussi été exprimé.

### C. Discussion du Comité

Le Président remercie le Gouverneur Ciampi pour sa coopération très constructive dans l'opération de rétrécissement de la marge de la lire. Ce n'était pas une opération facile à faire mais son moment a été bien choisi et elle n'a pas causé de tensions dans le SME.

M. Ciampi souligne que la décision prise est importante bien sûr pour l'Italie mais aussi pour tous les participants au Système, et rappelle brièvement l'expérience italienne depuis le début du SME. L'adhésion de l'Italie à celui-ci a été subie car les autorités étaient convaincues de la nécessité de participer au mécanisme de change même si elles étaient très préoccupées par les divergences de l'économie italienne par rapport aux autres partenaires. Il convient de rendre hommage à M. Baffi qui a eu l'idée de la marge élargie qui a permis à la lire d'entrer dans le mécanisme de manière crédible et convaincante comme l'expérience l'a démontré. La discipline du SME a été bénéfique mais il ne faut pas oublier qu'il était malaisé et risqué de mener une politique de change rigoureuse et une politique monétaire stricte dans un pays où les entreprises avaient de graves difficultés financières et étaient fortement endettées. Des voix autorisées disaient à cette époque que la politique choisie aboutirait

à une désindustrialisation de l'Italie. Il n'en a rien été et, en fait, les entreprises se sont fortifiées. Il y a eu des difficultés mais elles ont pu être surmontées en particulier grâce à l'appartenance au SME. La pleine autonomie de la Banca d'Italia en matière d'interventions sur le marché des changes doit être citée car elle a beaucoup servi.

La décision de passer à la marge étroite était mûre à la fin de 1989. La marge existante était devenue trop grande pour continuer à exercer une discipline sur les agents économiques et ne se justifiait plus avec un différentiel d'inflation actuel de 2 à 3% alors qu'il était de près de 15% à l'origine. Sur le plan économique, si l'inflation est remontée l'été dernier, comme dans d'autres pays, pour atteindre un taux annuel de 7%, une décrue est en cours: le taux pourrait descendre au-dessous de 6% d'ici le printemps et continuer ensuite à baisser pour se rapprocher du taux le plus stable de la Communauté.

Le taux de change actuel paraît approprié pour la balance des paiements. La détérioration de la balance courante en 1989 a été plutôt due à des opérations non commerciales, par exemple le tourisme et les charges financières. La dégradation de la balance commerciale est imputable essentiellement au prix du pétrole et au cours du dollar pendant la plus grande partie de 1989. La dégradation importante de certaines balances commerciales bilatérales, comme celle avec l'Allemagne, est moins due à la faiblesse du deutsche mark qu'à la forte demande d'investissements italienne.

Les avis étaient variés en Italie sur l'idée de procéder en premier au rétrécissement de la marge ou à la libération complète des mouvements de capitaux. Même si celle-ci est rendue plus difficile par les inégalités fiscales en Europe, l'Italie respectera ses engagements et libérera les mouvements de capitaux à court terme, au plus tard le 1er juillet 1990; elle prendra toutefois quelques contre-mesures fiscales pour rendre cette libération moins périlleuse. A partir du moment où on estimait utile de réaliser d'ici le 1er juillet 1990 à la fois la libération et le rétrécissement de la marge, il fallait commencer par celui-ci au risque de le renvoyer sine die. Les finances publiques demeurent en fait le point critique de l'économie italienne et l'entrée dans la marge étroite a été justement présentée par le gouvernement comme un engagement important pour l'assainissement du budget. La Banca d'Italia continuera à pousser le gouvernement dans cette voie ne serait-ce que par le contrôle strict du financement monétaire de la dette publique, qui a été assuré par le soi-disant divorce

entre le Trésor et la banque centrale intervenu en 1981. Plus récemment, la pratique de fixer un prix de réserve dans les adjudications a permis aux bons du Trésor d'être tous souscrits à des taux de marché. En 1989, le portefeuille de ces bons et des titres du Trésor de la Banca d'Italia n'a pas du tout augmenté.

M. de Larosière rappelle que, à dater du 1er janvier 1990, les mouvements de capitaux ont été complètement libérés en France et que cette mesure ne semble pas avoir eu d'effets sur le marché des changes. En effet, les politiques monétaire et budgétaire anti-inflationnistes qui sont menées sont de nature à écarter des sorties de capitaux. La politique monétaire vient d'être resserrée fin décembre: la fourchette-objectif calculée pour M2 a été fixée à 3,5-5,5% pour 1990 au lieu de 4-6% en 1989; les taux directeurs de la Banque de France ont été augmentés de 1/2 point, portant le taux de pénalisation à 10 3/4%. La stabilité interne et externe de la monnaie est l'objectif clairement réaffirmé de la politique monétaire française. Quelques chiffres illustrent l'internationalisation du franc français, qui s'est développée bien avant la suppression des derniers vestiges du contrôle des changes. Alors que la balance courante est presque en équilibre à FF 20 milliards près, les achats de titres en francs par des non-résidents se sont élevés à FF 165 milliards en 1989, soit le double du montant de 1988. Dans l'autre sens, les investissements directs français à l'étranger ont dépassé FF 100 milliards en 1989, augmentant de 50% par rapport à 1988. Les balances en francs français des non-résidents s'élèvent actuellement à plus de FF 200 milliards au lieu de FF 50 milliards un an plus tôt. L'internationalisation du franc apparaît comme un phénomène irréversible et elle rend d'autant plus essentielle la politique monétaire de stabilité.

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 décembre 1989 et des premiers jours de janvier 1990

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.

IV. Réorganisation du Comité des Gouverneurs en vue de la première étape de l'Union économique et monétaire

Avant de donner la parole à M. Papademos pour qu'il fasse part des derniers arrangements conclus par les Gouverneurs en matière d'organisation, le Président demande au Président Delors de bien vouloir informer le Comité de la situation exacte en ce qui concerne la Décision de 1964.

M. Delors indique qu'il rappellera tout d'abord la genèse des deux Décisions, de 1964 et de 1974, et les règles institutionnelles, et évoquera ensuite le problème politique soulevé par certains membres du Parlement européen.

Conformément à son droit d'initiative, la Commission a proposé deux projets: l'un pour amender la Décision de 1964, en reprenant textuellement le projet établi par les Gouverneurs; l'autre pour modifier la Décision de 1974, en établissant son propre projet. Par la suite, sur proposition du Comité monétaire, le projet concernant la Décision de 1964 a été légèrement amendé. Le Parlement européen n'a peut-être pas compris que ces textes étaient nécessaires pour le démarrage de la première étape de l'Union économique et monétaire et que, si cette étape n'existe pas ou échoue, il n'y aura pas d'étapes ultérieures.

Les deux innovations majeures retenues sont premièrement que le Comité des Gouverneurs devienne le centre principal de la réflexion et de la maturation des politiques monétaires, et le Comité s'est organisé pour répondre à ce défi et être le seul interlocuteur du Conseil des Ministres. La seconde innovation est que, dans le cadre d'un exercice de surveillance, le Conseil tienne des discussions franches débouchant sur des conclusions opérationnelles rendues publiques. Les chances de réussir la première étape sont entre les mains des deux organismes principaux que sont le Comité des Gouverneurs et le Conseil ECOFIN.

Ce dernier n'était pas obligé formellement de demander l'avis du Parlement européen mais il l'a fait pour des raisons psychologiques et politiques. Or, pour des motifs divers, le Parlement veut bloquer le dispositif, s'abstenant de donner un avis. Il faut expliquer que le Parlement européen actuel n'a pas encore trouvé son équilibre; il n'est pas dominé, comme le précédent, par une coalition démocrates chrétiens-socialistes et, au contraire, plusieurs majorités sont possibles. Il en résulte une guérilla continuelle, par exemple sur la charte sociale adoptée au Conseil européen de Strasbourg, sur les politiques d'environnement où il bloque l'établissement de l'Agence européenne. En ce qui concerne les deux Décisions, de 1964 et 1974, le

Conseil ECOFIN a deux choix: ou bien il retire ses textes, ce qui est possible sur le plan institutionnel mais créera un incident politique avec le Parlement, ou bien il essaie d'obtenir un avis de ce dernier. Pour le moment, la Commission essaie d'obtenir un avis majoritaire du Parlement et, à cette fin, elle développera trois arguments essentiels sur lesquels l'avis des Gouverneurs serait utile. En ce qui concerne le projet relatif à la Décision de 1964, deux concessions pourraient être faites. Tout d'abord, on dira clairement au Parlement que, en définissant les textes de la première étape, on ne peut pas anticiper les étapes ultérieures. Le contrôle démocratique que le Parlement tente d'introduire dans la première étape n'a rien à voir avec celle-ci et compromettrait son succès. Le Parlement a proposé 17 amendements dont certains sont redondants; la redondance vient de son obsession de ne pas citer uniquement la stabilité mais d'y ajouter un niveau élevé de croissance et d'emploi et la cohésion économique et sociale. Une solution pourrait être trouvée si les Gouverneurs acceptaient d'indiquer dans les "considérant" de la Décision de 1964 que les objectifs sont, bien entendu, la stabilité des prix pour permettre une croissance non inflationniste, un haut niveau d'emploi et la réalisation de la cohésion économique et sociale. En second lieu, le Parlement souhaite pouvoir entendre le Président du Comité des Gouverneurs et il a proposé, dans son amendement No 10, une formule selon laquelle le Président du Comité apparaîtrait devant le Parlement à l'occasion de la publication du rapport annuel du Comité et pourrait être invité à venir devant la Commission responsable du Parlement en cas de circonstances économiques et monétaires spéciales dans la Communauté. Ces deux suggestions n'ont pas été faites au Parlement et M. Christophersen n'a pas reçu d'instruction pour les présenter.

En ce qui concerne la Décision de 1974, la Commission n'est pas disposée à accepter l'idée d'une discussion de surveillance au Parlement alors que les Ministres ne sont pas encore au niveau de transparence et de débats rendus publics. La Commission proposera qu'un de ses membres informera le Comité des affaires économiques et monétaires du Parlement avant et après l'exercice de surveillance multilatérale en se limitant à ce qui peut être rendu public et que les Ministres acceptent de dire.

Si ces trois gestes ne sont pas faits avec le Parlement, la seule solution sera de retirer les textes et de créer un incident politique. Pour ce qui est de la Décision de 1964, la Commission suivra l'opinion des Gouverneurs; elle ne veut pas gêner le Comité et souhaite qu'il dispose de

toutes les conditions favorables mais elle pense que les deux amendements proposés méritent une réflexion de la part des Gouverneurs.

M. de Larosière se déclare partagé; d'un côté, il serait regrettable de créer un blocage avec le Parlement européen et d'entraîner une rupture des relations; de l'autre, il faut être très clair et ne pas accepter le moindre changement de fond ou un relâchement dans les concepts et objectifs retenus par les Gouverneurs. L'amendement No 10 du Parlement qui propose que le Président du Comité des Gouverneurs se présente une fois par an devant le Parlement, à l'occasion de la sortie du rapport annuel du Comité, paraît une bonne suggestion; elle va dans le sens souhaité par les Gouverneurs de donner à leur Comité un profil élevé et elle ne réduirait pas l'autorité et l'autonomie du Comité. En revanche, l'idée du Parlement d'ajouter dans le texte des références aux objectifs généraux des politiques économiques telles que un haut niveau de croissance et d'emploi doit être regardée avec une grande prudence. Il faut veiller à ne pas donner un signal erroné. Si ces références ne peuvent pas être contestées sur le plan des principes, elles seraient peut-être plus opportunes dans la Décision de 1974 et il faut encore réfléchir sur ce sujet.

M. Duisenberg partage l'opinion de M. Delors sur l'opportunité d'essayer de trouver un accord avec le Parlement européen; comme M. de Larosière, il peut accepter l'amendement No 10 mais est un peu perplexe à l'égard de l'autre amendement. Toutefois, si la stabilité des prix reste clairement affirmée dans la Décision de 1964 comme objectif prioritaire des politiques monétaires, on pourrait accepter d'ajouter la mention d'autres objectifs économiques.

Le Président attire l'attention du Comité sur les aspects juridique et formel du problème en discussion. Les Gouverneurs ont fait une proposition pour le texte de la Décision amendant la Décision de 1964 mais il appartient au Conseil et pas au Comité d'adopter la Décision. En outre, celle-ci est plutôt une expression d'opinion et n'a pas de valeur ou de force contraignante pour des institutions telles que le Comité. Par ailleurs, il faut être très attentif de ne pas préjuger les conclusions de la Conférence intergouvernementale. Or, plusieurs des amendements proposés par le Parlement européen relèvent davantage de la compétence de la Conférence que du contexte dans lequel le Comité discute actuellement.

En ce qui concerne les suggestions avancées par le Président Delors, il semble préférable de ne pas changer le texte de la Décision de 1964 pour

y ajouter des références à divers objectifs économiques. En effet, toute nouvelle formule nécessiterait une rédaction extrêmement soignée car les Gouverneurs n'ont pas de pouvoir en matière de croissance, d'emploi ou de structures régionales. En revanche, même si l'amendement relatif aux relations avec le Parlement européen préjuge aussi un peu l'avenir, on pourrait accepter l'idée que le Président du Comité soit invité à se rendre devant le Parlement européen, soit de temps à autre, soit une fois par an à l'occasion de la publication du rapport annuel du Comité.

Le Président remercie M. Delors pour défendre les intérêts du Comité et estime que celui-ci doit continuer de progresser avec sa réorganisation dans le sens déjà défini et même si la Décision amendant la Décision de 1964 n'a pas été adoptée par le Conseil.

M. Leigh-Pemberton approuve l'idée que le Président du Comité puisse intervenir devant le Parlement européen, cela ne peut que rehausser l'autorité du Comité et nombre de Gouverneurs ont l'habitude de cette procédure avec leurs Parlements nationaux. La suggestion d'ajouter des références à des objectifs économiques dans la Décision de 1964 soulève des problèmes. Il faudrait évidemment maintenir que l'objectif premier du Comité est la stabilité des prix et dire que celle-ci est une condition préalable à la réalisation d'autres objectifs économiques et sociaux. Il sera toutefois très difficile de trouver une rédaction appropriée; pour l'instant, la proposition du Président du Comité de ne pas changer le texte semble raisonnable sans cependant exclure la possibilité de trouver ultérieurement quelques libellés nouveaux qui répondent aux objections politiques avancées par le Parlement.

M. Duisenberg rappelle que la loi constitutive de la Deutsche Bundesbank mentionne que celle-ci a pour objectif premier la stabilité des prix tout en appuyant les politiques d'ensemble du gouvernement. On pourrait peut-être s'inspirer de ce libellé.

Le Président fait remarquer que le Comité, en tant que tel, ne peut soutenir aucune politique. Chaque Gouverneur peut évidemment oeuvrer pour la stabilité des prix et collectivement on peut retenir celle-ci comme objectif commun, mais le Comité n'a aucun pouvoir pour soutenir par exemple la politique régionale de la Communauté.

Le Président suggère à M. Delors de dire aux Ministres que le Comité est prêt à faire rapport une fois par an au Parlement européen et au Conseil ECOFIN mais qu'il préférerait que le texte, soigneusement pesé par

les Gouverneurs, ne soit pas changé sur les autres points. Si les Ministres devaient, malgré tout, modifier le texte pour des raisons politiques, les Gouverneurs n'y pourront rien.

M. Delors comprend que le Président préférerait un libellé un peu différent pour l'amendement No 10 du Parlement: le Président serait invité par ce dernier et aurait ainsi la possibilité de décliner l'invitation le cas échéant.

M. Papademos lit le texte ci-après qui résume la discussion tenue par les Gouverneurs lors de leurs séances restreintes de décembre 1989 et de janvier 1990 ainsi que les décisions prises.

"La première question examinée a porté sur l'adoption d'un système de surveillance de la politique monétaire visant à renforcer la coordination des politiques monétaires au sein de la Communauté. L'accord est général pour estimer que la stabilité des prix devrait constituer l'objectif prioritaire de la politique monétaire, comme indiqué dans la proposition d'amendement de la Décision du Conseil de 1964, et que la réalisation de cet objectif par tous les pays membres au cours de la première étape de l'Union économique et monétaire nécessitera le renforcement de la coordination des politiques monétaires. Un système de surveillance de la politique monétaire fondé sur des agrégats monétaires établis d'un commun accord et servant d'objectifs intermédiaires et d'indicateurs-clés, pourrait servir de cadre commun à l'élaboration et à l'évaluation de l'efficacité des politiques monétaires. Il a été souligné cependant qu'un tel cadre devrait être mis en application de façon souple pour tenir compte des différences dans les structures financières et les situations économiques des pays membres. L'organisation et l'activité du Comité des Gouverneurs devraient contribuer à renforcer la coopération entre les banques centrales de la Communauté ainsi que la coordination des politiques monétaires.

Les Gouverneurs ont ensuite examiné les questions relatives à la réorganisation du Comité en vue de la première étape de l'Union économique et monétaire. La discussion s'est appuyée en partie sur le Rapport du Comité des Suppléants et sur une note préparée par le Président Pöhl. Les décisions suivantes ont été adoptées.

## 1. Comité des Gouverneurs

### 1.1. Places des participants en séance

La répartition des places sera modifiée. Seuls les Gouverneurs, un membre de la Commission (en qualité d'invité), le Président des Suppléants,

le Secrétaire Général du Comité des Gouverneurs et un rapporteur (en alternance) siégeront à la table centrale. Deux représentants de chaque Gouverneur, un représentant du membre de la Commission et deux membres du Secrétariat prendront place aux tables à l'arrière.

#### 1.2. Vote

Les règles actuelles régissant les modalités de vote seront maintenues.

#### 1.3. Présidence

Le Comité désignera parmi ses membres un président pour une durée de trois ans. En cas d'empêchement du Président de participer à une séance, ses fonctions seront assumées par le membre du Comité ayant la plus grande ancienneté.

#### 1.4. Séances

La fréquence, la date et le lieu des séances resteront inchangés. A la demande des membres du Comité, le Président peut convoquer des séances restreintes auxquelles n'assisteraient que les Gouverneurs.

### 2. Comité des Suppléants

#### 2.1. Tâches

Le Comité des Suppléants sera maintenu et son existence reconnue dans le Règlement intérieur. Les principales tâches du Comité des Suppléants resteront inchangées.

#### 2.2. Présidence

Le Président du Comité des Suppléants sera nommé par le Comité des Gouverneurs pour une période de trois ans. Son mandat ne coïncidera pas avec celui du Président du Comité des Gouverneurs. C'est pourquoi, le premier Président des Suppléants sera nommé pour une période de deux ans. Le Président des Suppléants sera issu d'une institution différente de celle du Président du Comité des Gouverneurs.

### 3. Sous-comités

La structure et la composition des trois sous-comités ne seront pas modifiées pour l'heure. Il est estimé que le "Groupe Raymond" devrait s'engager davantage dans des analyses de questions de politique monétaire.

#### 4. Unité de recherche et Secrétariat

##### 4.1. Structure

L'Unité de recherche et le Secrétariat seront organisés sous la forme d'une seule entité, placée sous l'autorité du Secrétaire Général du Comité des Gouverneurs. Le Chef de l'Unité de recherche pourrait également être le Secrétaire Général. Les arrangements administratifs et opérationnels existant avec la Banque des Règlements Internationaux seront maintenus. Les membres du Secrétariat et de l'Unité de recherche seront employés par la BRI, mais ils relèveront de l'autorité du Président du Comité des Gouverneurs. Il est souligné que ces arrangements administratifs n'impliquent aucun lien organique entre le Comité des Gouverneurs et la BRI.

##### 4.2. Mandat, composition et recrutement

Le mandat de l'Unité de recherche sera défini par le Comité des Gouverneurs.

L'Unité de recherche comprendra initialement cinq économistes professionnels au maximum. L'un d'entre eux sera nommé Chef de l'Unité de recherche. Les nominations vaudront pour une période de trois ans et pourront être renouvelables. Les membres de l'Unité de recherche qui seront recrutés dans les banques centrales de la Communauté seraient détachés auprès de l'Unité. Ils devront être indépendants de leur banque centrale d'origine et oeuvrer dans le cadre défini par le Comité des Gouverneurs.

Les membres de l'Unité de recherche seront sélectionnés sur la base de leurs qualifications professionnelles. Ils devraient être choisis de façon à garantir le degré requis de compétence et à refléter la diversité des opinions. Les membres devraient avoir des connaissances étendues et combiner une solide formation universitaire et une expérience pratique, notamment en matière de politique monétaire.

Le Professeur Alexandre Lamfalussy, Directeur Général de la BRI, sera invité à dresser un profil des économistes devant être recrutés pour l'Unité de recherche. Chaque Gouverneur proposera un certain nombre d'économistes censés posséder les qualifications requises. Les demandes devraient être envoyées au Professeur Lamfalussy. Le Comité choisira les membres de l'Unité de recherche sur proposition du Président."

V. Echange de vues sur le programme de travail du Comité pour 1990

Exposé de M. Rey

Les Suppléants ont passé en revue ce point qui figure traditionnellement à l'ordre du jour des séances du Comité des Gouverneurs en janvier de chaque année. Les Suppléants ont noté que le programme de travail pour 1990 est chargé et qu'il doit être envisagé avec souplesse, ce qui signifie que les dates proposées et même les questions à examiner devront être constamment revues à la lumière des développements futurs. En outre, trois remarques spécifiques ont été faites:

- Premièrement, le programme doit être complété par les travaux en cours en matière d'interventions en monnaies communautaires. Ces travaux ont été confiés au "Groupe Monitoring" en novembre et le rapport de ce groupe, probablement oral, pourrait être présenté en février.
- Deuxièmement, les Suppléants traiteront également de la question de la transmission d'informations non vocales entre les banques centrales de la CEE à travers le réseau téléphonique existant. Une étude par un groupe de travail qui a été créé récemment est en cours à ce sujet.
- Troisièmement, en ce qui concerne la préparation de la Conférence intergouvernementale, les Suppléants ont compris que, si le Comité des Gouverneurs n'a pas été invité expressément à faire rapport aux Ministres, la question est néanmoins posée. Une discussion sur la Conférence intergouvernementale est prévue pour la réunion informelle du Conseil ECOFIN du 31 mars 1990; elle devrait s'appuyer notamment sur un document de la Commission et sur le rapport demandé au Comité monétaire. Si les Gouverneurs décidaient de présenter eux aussi des réflexions à ce Conseil informel, le calendrier de leur programme de travail suggéré au point 9 du schéma devra être changé en conséquence et, bien entendu, les Suppléants sont prêts à recevoir les directives nécessaires.

Le Président indique que le programme de travail contient essentiellement des éléments habituels et que deux sujets nouveaux méritent d'être soulignés. En premier lieu, les études sur les objectifs monétaires qui ont déjà été entreprises mais qui devraient donner une impulsion nouvelle

à la coordination des politiques monétaires. En second lieu, la préparation de la Conférence intergouvernementale. Les Gouverneurs devront certainement livrer leurs réflexions à ce sujet; toutefois, étant donné que le Conseil ECOFIN a demandé un rapport au Comité monétaire et que les Gouverneurs sont représentés dans ce Comité par leurs Suppléants, il vaudrait mieux attendre ce rapport pour exprimer une opinion des Gouverneurs. De toute manière, ces derniers seront en Irlande, fin mars, à la réunion informelle du Conseil ECOFIN au cours de laquelle on discutera de la Conférence intergouvernementale.

## VI. Poursuite de l'examen des règles formelles relatives à l'écu officiel

### Exposé de M. Rey

Les Suppléants ont examiné la question de savoir dans quelle mesure le report convenu par le Comité des Gouverneurs lors de sa dernière séance a permis de trouver une solution de compromis. Ils ont pris note de la déclaration faite par le Suppléant allemand selon laquelle une solution pourrait éventuellement être trouvée au sein du Comité à condition qu'il y ait un accord unanime sur deux points:

- d'abord, il faut éviter que la formalisation de l'acceptation de règlements intracommunautaires à 100% en écus officiels ne conduise à une composition déséquilibrée des réserves de change et/ou l'apparition de positions nettes excessives en écus;
- ensuite, tous les éléments de l'Accord de Bâle-Nyborg devraient être réaffirmés, en particulier la règle de l'accord préalable par la banque centrale émettrice de la monnaie d'intervention.

Les Suppléants ont considéré que le texte du "considérant" supplémentaire qui a été proposé par M. Dalgaard lors de la séance du Comité en décembre, devrait donner satisfaction pour ce qui est de la première préoccupation qui vient d'être rapportée. En ce qui concerne la seconde préoccupation, une déclaration réaffirmant les principes de l'Accord de Bâle-Nyborg pourrait être inscrite au procès-verbal du Comité lors de la séance au cours de laquelle le changement formel de l'Article 16.1 de l'Accord sur le SME serait adopté. Le Secrétariat a été chargé de préparer le projet d'une telle déclaration et de le soumettre en temps utile en vue de faciliter la procédure d'approbation interne nécessaire dans certaines banques centrales.

Le Président constate que le Comité est d'accord sur les propositions des Suppléants; il ajoute que, en tant que Président de la Deutsche Bundesbank, il doit faire une réserve formelle étant donné qu'une approbation du Conseil de la Bundesbank est nécessaire pour amender le texte de l'Accord sur le SME, mais une telle approbation devrait être obtenue.

VII. Autres questions relevant de la compétence du Comité:

- Proposition de la Commission pour un Règlement sur les garanties

Exposé de M. Rey

Lors de la réunion de décembre du Comité des Suppléants, la Bank of England a distribué une note relative à une proposition de la Commission, de janvier 1989, concernant un Règlement du Conseil sur les garanties émises par des institutions de crédit ou des compagnies d'assurances. Les Suppléants ont discuté ce sujet à leur réunion du lundi 8 janvier.

Certains Suppléants estiment que la proposition de la Commission aurait des implications d'une grande portée pour les banques centrales de la CEE dans leurs opérations et relations avec leurs marchés monétaires nationaux et les organismes de supervision bancaire et de crédits à l'exportation. De ce fait, les Suppléants sont d'avis que cette question mérite d'être examinée plus à fond.

A la suite de la distribution de la note de la Bank of England, en décembre, le représentant de la Commission avait indiqué qu'il avait demandé à la Direction générale "Institutions financières et Droit des Sociétés" de clarifier la situation; le représentant de la Commission n'a pas encore reçu de réponse et s'efforcera d'en obtenir une pour la réunion des Suppléants de février. En outre, il a été mentionné que cette question pourrait être utilement soumise au Sous-Comité "Supervision" dénommé le "Groupe Quinn".

VIII. Date et lieu de la prochaine séance

La prochaine séance du Comité aura lieu à Bâle, le mardi 13 février 1990 à 9 heures 30.

Comité des Gouverneurs  
des banques centrales des Etats membres  
de la Communauté économique européenne

---

9 janvier 1990

Traduction  
Confidentiel

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

---

DECEMBRE 1989

---

Le présent rapport retrace l'évolution du marché des changes durant le mois de décembre 1989 ainsi que pendant les premiers jours de janvier 1990 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 décembre 1989, les marchés des changes ont été essentiellement caractérisés par les développements suivants:

- une nouvelle baisse du dollar EU par rapport à toutes les monnaies, à l'exception du yen japonais;
- des tensions modérées au sein du SME dues en partie à une fermeté persistante du deutsche mark;
- une continuation des pressions à la baisse sur la livre sterling.

Le dollar EU a fléchi par rapport à la plupart des autres grandes monnaies. Les statistiques publiées au cours de la période sous revue ont été interprétées comme le signe d'un ralentissement de la croissance économique aux Etats-Unis. Un autre facteur de la baisse du dollar a été le rétrécissement des écarts de taux d'intérêt en faveur des actifs en

---

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

dollars. Vers la fin du mois, la monnaie américaine s'est trouvée soumise à des pressions en particulier vis-à-vis du deutsche mark, l'évolution en Europe de l'Est étant jugée favorable à ce dernier. Le dollar s'est montré relativement ferme par rapport au yen en présence d'une demande constante de la part des investisseurs japonais. Dans l'ensemble, le dollar a cédé plus de 5% à l'égard du deutsche mark et s'est apprécié de moins de 1% vis-à-vis du yen.

Au sein de la bande étroite du mécanisme de change du SME, les positions relatives des monnaies n'ont guère varié, avec une polarisation encore plus prononcée entre le deutsche mark et la plupart des autres monnaies du système. Les mouvements des taux de change ont été contenus par un élargissement des écarts de taux d'intérêt vis-à-vis du deutsche mark et une augmentation du volume des interventions à la vente intramarginales destinées à soutenir certaines monnaies. A l'intérieur de la bande de fluctuation large, la peseta espagnole s'est stabilisée, tandis que la lire italienne s'est dépréciée, glissant nettement hors de la bande étroite.

Le deutsche mark a poursuivi sa progression des mois précédents, avec quelques fluctuations, et s'est également apprécié de manière plus marquée vis-à-vis des monnaies participant au mécanisme de change du SME. Son taux effectif nominal par rapport aux monnaies du SME s'est élevé de 0,7% sur l'ensemble du mois, pour se situer à un nouveau record de 222,1 (1972 = 100). En données corrigées des écarts de taux d'inflation, son cours effectif à fin décembre 1989 par rapport aux monnaies du SME devrait toutefois être encore inférieur de 3% environ à celui du début de 1987.

L'évolution du franc français a été quelque peu affectée par des achats de devises par des entreprises françaises, en relation avec des investissements à l'étranger, et déclenchés à la suite de la baisse soudaine du dollar en milieu de mois. Ces prélèvements importants se sont conjugués à la poursuite des pressions à la hausse du deutsche mark et, en fin de période, à des rumeurs concernant un réajustement de la lire italienne. Dans ce contexte, les autorités françaises ont décidé, à l'occasion de l'annonce d'une orientation plus restrictive de la politique monétaire pour l'année 1990, de relever les taux directeurs de 50 points de base (à 10% pour les appels d'offres et 10,75% pour les prises en pension). Elles ont par ailleurs été amenées à contrôler la tenue du franc dans la partie inférieure de la bande communautaire par des interventions sur le marché des changes.

Le franc belge n'a pas échappé aux tensions qui se sont développées dans le Système monétaire européen. Dès lors, la Banque Nationale de Belgique a augmenté à plusieurs reprises ses taux directeurs à très court

terme (certificats du Trésor) et est intervenue en dollars EU et en deutsche marks pour soutenir sa monnaie.

Le florin néerlandais s'est légèrement affaibli vis-à-vis du deutsche mark en hausse, mais s'est maintenu proche de la parité avec celui-ci. La Nederlandsche Bank a soutenu sa monnaie au moyen d'interventions modestes. Comme dans la plupart des autres pays européens, les taux d'intérêt ont continué d'augmenter.

La couronne danoise est demeurée l'une des monnaies les plus faibles au sein de la bande étroite.

La livre irlandaise a continué d'être affectée par des sorties de capitaux en début de mois. La banque centrale a réagi en procédant à des ventes nettes de devises et a relevé d'un point le taux de sa facilité à court terme, porté ainsi à 12% à compter du 8 décembre. Par la suite, on a enregistré de notables entrées de capitaux, qui ont été compensées par des achats nets de devises par la banque centrale.

Par suite de l'appréciation du deutsche mark, les autorités ont laissé la lire italienne fluctuer au-dessous de la bande étroite. La dépréciation n'a pas engendré de tensions, et la Banca d'Italia n'a eu à effectuer que des interventions stabilisatrices limitées dans un marché rendu étroit par la période des vacances et par des grèves dans le secteur bancaire. Les rumeurs d'un réalignement au sein du SME en liaison avec un rétrécissement anticipé de la bande de fluctuation de la lire n'ont pas eu d'incidence majeure sur le sentiment du marché.

La peseta espagnole est demeurée soumise à des pressions à la baisse, surtout durant la première quinzaine. Ces pressions, liées à la vigueur du deutsche mark, se sont traduites par des interventions à la vente et par une légère dépréciation du taux de change vis-à-vis de la monnaie allemande. Par rapport à l'écu, la peseta a clôturé en hausse de 0,1%.

Confortée par la victoire remportée par le Premier Ministre lors du scrutin pour la direction du parti conservateur et par l'annonce des faibles résultats des ventes de détail en novembre, la livre sterling s'est lentement raffermie par rapport à la plupart des monnaies durant la première quinzaine. Avec la réduction de l'activité due aux fêtes, le marché s'est toutefois orienté à la baisse et la livre a touché, le 29 décembre, son cours le plus bas jamais enregistré (DM 2,7025). Un soutien modeste des autorités et la publication de statistiques meilleures que prévu pour le commerce britannique en novembre lui ont permis de s'établir en clôture

au-dessus de ses minima. Son indice pondéré en fonction des échanges commerciaux a fléchi de 0,8%, pour se situer à 85,7 (1985 = 100).

Les perspectives d'une dévaluation de la drachme grecque s'éloignant, les pressions du marché se sont affaiblies et la drachme s'est renforcée de 4% à l'égard du dollar EU, tout en perdant 1% vis-à-vis de l'écu. En termes effectifs, sa dépréciation a été de 0,3%.

En termes effectifs, l'escudo portugais s'est déprécié de 0,25% en décembre et de 3% dans l'année, conformément à la politique de change définie par les autorités. Par rapport au dollar EU, l'escudo a gagné 4,1%.

Le franc suisse s'est apprécié de 3,6% vis-à-vis du dollar EU et s'est également raffermi à l'égard du yen et de la livre. Contre le deutsche mark et les autres monnaies du SME, en revanche, il a perdu plus de 2%, malgré une hausse notable des taux du marché monétaire interne. Sur l'euro-marché, les taux ont augmenté de 1 point à 1,5 point et s'échelonnaient entre 9% et 9,50% pour les échéances de un à douze mois, niveaux supérieurs aux taux du marché monétaire des Etats-Unis et d'Allemagne. Avec effet au 14 décembre, l'écart entre le taux moyen au jour le jour et le taux lombard variable a été porté de 1% à 2%. L'objectif d'expansion de la masse monétaire pour 1990 a été fixé à 2%.

Le schilling autrichien s'est raffermi de 5,8% à l'égard du dollar EU. Par rapport au deutsche mark, il n'a varié que de 0,06%. Il a bénéficié d'un soutien de liquidité à court terme sous forme de swaps deutsche marks/schillings à hauteur de DM 3 milliards environ.

Dans un marché relativement calme durant la majeure partie de la période, la couronne norvégienne a évolué à l'intérieur d'une marge de fluctuation assez étroite, avec le soutien d'interventions de faible volume mais assez fréquentes. Elle a terminé le mois avec une baisse de 0,2% en termes effectifs.

La couronne suédoise a fait l'objet d'une certaine demande au cours de la première quinzaine à la suite d'une tension des taux d'intérêt sur le marché monétaire interne, et le taux d'escompte a été relevé de 9,5% à 10,5% le 8 décembre. La devise suédoise s'est ensuite effritée sous l'effet de trois facteurs: baisse des taux d'intérêt en fin de mois, préoccupations relatives au déficit croissant des paiements courants et aux perspectives en matière d'inflation après des accords salariaux plus généreux que prévu; l'indice de la Sveriges Riksbank, qui s'établissait à 131,7, a légèrement dépassé le seuil de 132,0.

Le mark finlandais est demeuré relativement stable et le taux d'intérêt à court terme du marché monétaire est pratiquement inchangé.

Le yen japonais a évolué en parallèle très étroit avec le dollar EU, se situant à Y 143,60, en recul de 0,7%. Dans le même temps, il s'est déprécié de 5,5% vis-à-vis de l'écu, principalement sous l'effet d'achats de deutsche marks contre yens. Avec effet au 25 décembre, la Banque du Japon a relevé son taux d'escompte de 0,5 point, pour le porter à 4,25%.

Le dollar canadien s'est raffermi de 0,6% par rapport au dollar EU, s'inscrivant à \$EU 0,8632 en fin de mois. Cette vigueur vis-à-vis du dollar EU est une fois encore attribuable à l'importance des écarts positifs de taux d'intérêt avec les Etats-Unis.

## II. INTERVENTIONS

Les interventions se sont élevées au total à l'équivalent de \$EU 11,3 milliards, soit à peu près le même montant qu'en novembre 1989.

Les interventions brutes en dollars EU ont atteint \$EU 7,1 milliards; elles se sont traduites par des ventes nettes de \$EU 4 milliards, soit environ le même montant qu'au cours du mois précédent. Les principaux vendeurs ont été la Banque de France, la Banca d'Italia, la Banque Nationale Suisse, le Banco de España et la Banque du Japon.

Les interventions brutes en monnaies communautaires et en écus privés se sont élevées à l'équivalent de \$EU 4 milliards, contre \$EU 4,2 milliards en novembre. Ces interventions ont été essentiellement effectuées par les banques centrales du SME, dont les interventions se sont chiffrées au total à \$EU 3,5 milliards (\$EU 2,3 milliards en novembre) et ont consisté principalement en ventes nettes de deutsche marks à l'intérieur des marges (\$EU 2,5 milliards). Les principaux vendeurs nets ont été la Banque de France et, à un degré moindre, la Banca d'Italia, la Banque Nationale de Belgique et le Banco de España.

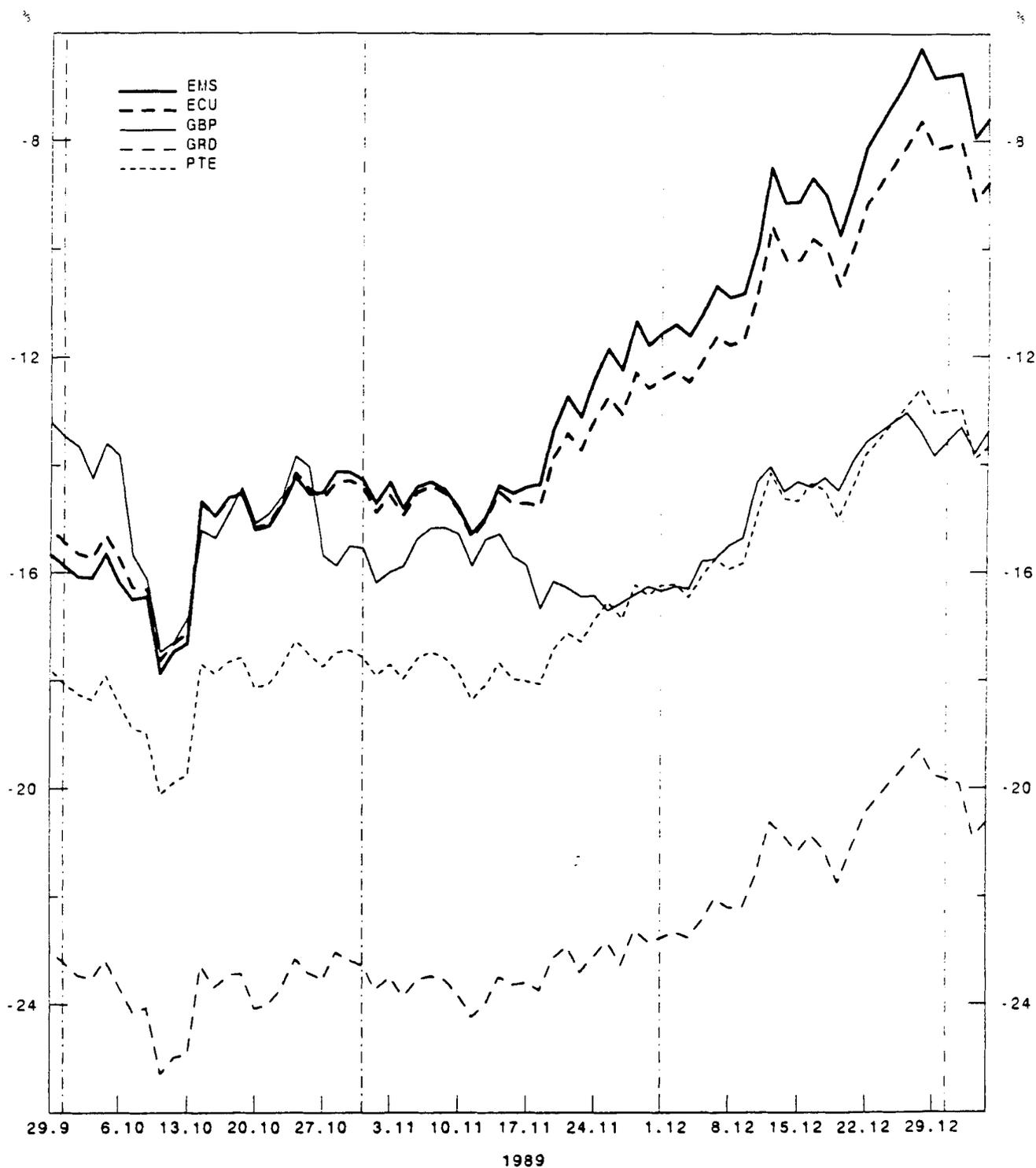
Les interventions en d'autres monnaies n'ont représenté au total que l'équivalent de \$EU 0,2 milliard.

## III. EVOLUTION JUSQU'AU 5 JANVIER 1990

Le dollar EU a été instable. Les deux premiers jours de l'année, il a regagné du terrain, en particulier vis-à-vis du deutsche mark, malgré un écart de taux d'intérêt négatif s'accroissant; il s'est revalorisé de 2% environ. Toutefois, à la suite d'interventions à la vente opérées par la

Deutsche Bundesbank et la Banque Nationale Suisse et qui ont quelque peu surpris le marché, le dollar EU est retombé à ses niveaux de fin décembre. Le yen japonais s'est légèrement redressé. Au sein du mécanisme de change du SME, la situation est demeurée pratiquement inchangée, malgré une intensification des pressions à la baisse exercées sur la lire italienne et la peseta espagnole. Le 1er janvier, la France a aboli tous les contrôles de change restants. Le 5 janvier, suite à la décision du gouvernement italien de réduire les marges de fluctuation de la lire italienne à  $\pm 2,25\%$ , les Ministres des Finances et les Gouverneurs des banques centrales des Etats membres de la CEE ont fixé le nouveau cours-pivot de la lire approximativement à son cours du marché, afin de laisser inchangées les limites d'intervention inférieures.

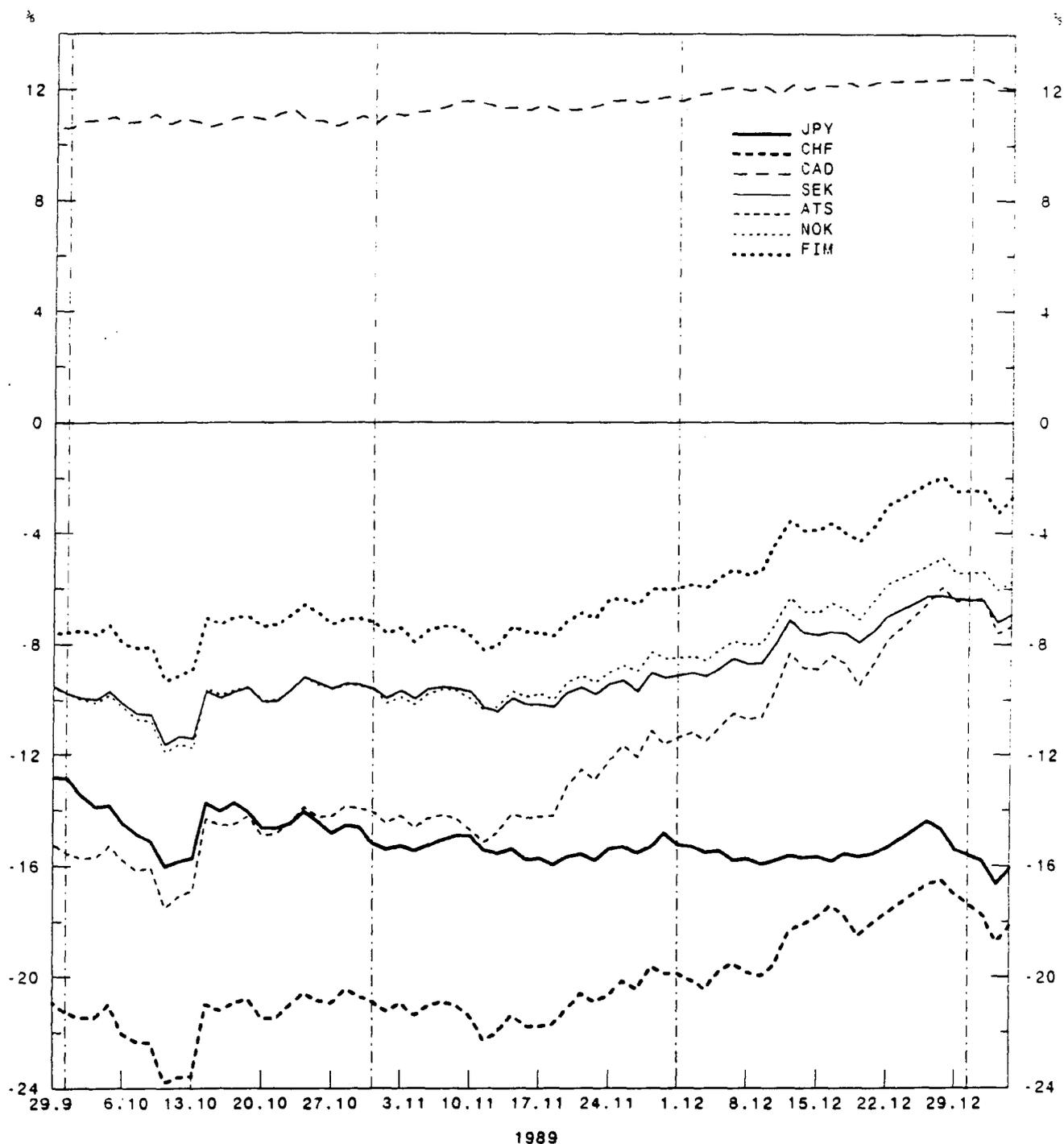
EVOLUTION OF THE ECU, THE MIDDLE RATE OF THE CURRENCIES PARTICIPATING IN THE EXCHANGE RATE MECHANISM OF THE EMS, AND THE CURRENCIES OF THE EEC CENTRAL BANKS WHICH DO NOT PARTICIPATE IN THAT MECHANISM, ON THE BASIS OF THE EXCHANGE RATES PREVAILING ON 31ST DECEMBER 1987 AGAINST THE USD\*



\* See next page.

5.1.1990

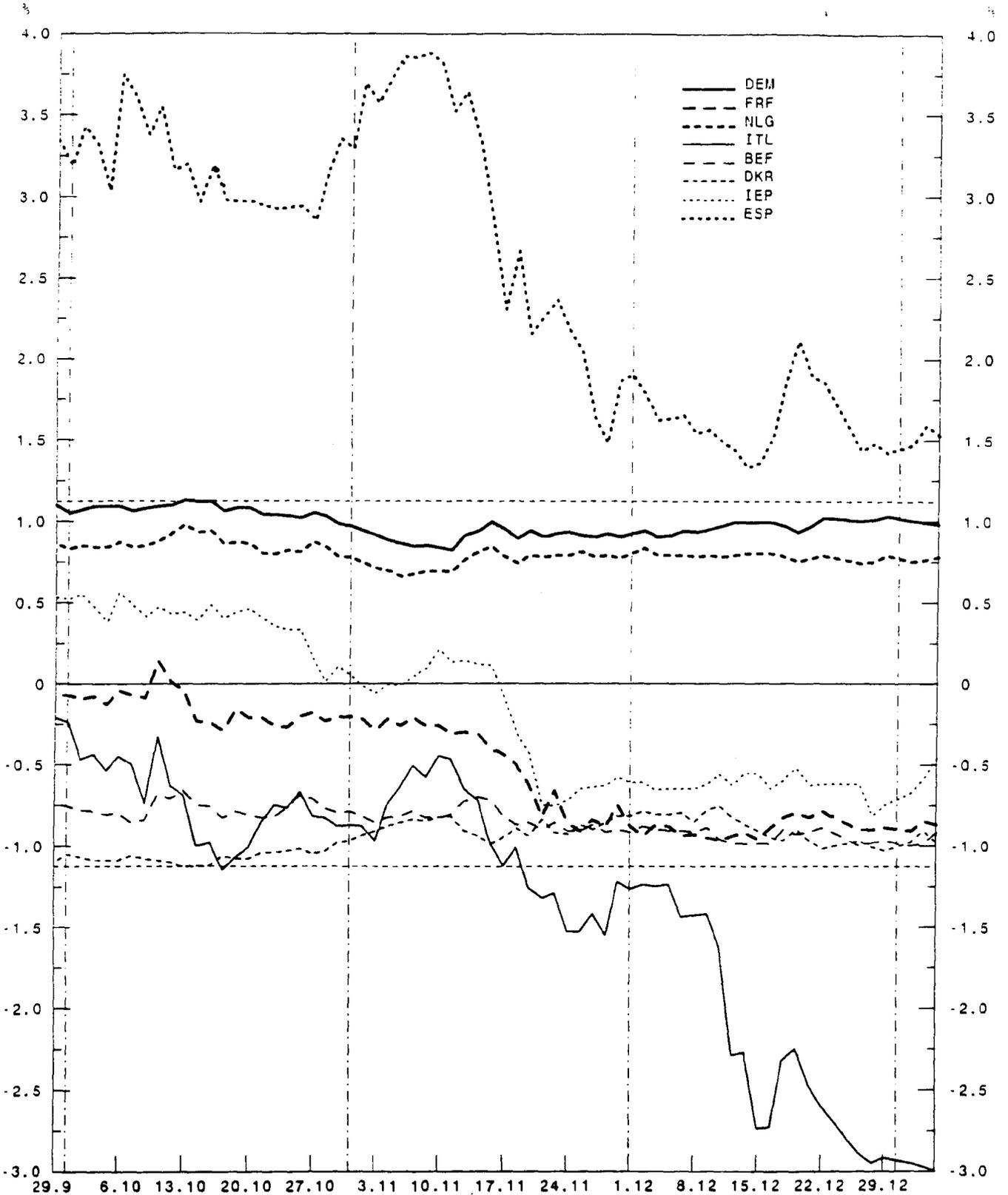
EVOLUTION OF THE CURRENCIES OF THE NON-EEC CENTRAL BANKS  
PARTICIPATING IN THE CONCERTATION, ON THE BASIS OF THE EXCHANGE  
RATES PREVAILING ON 31ST DECEMBER 1987 AGAINST THE USD\*



\* 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%.

5.1.1990

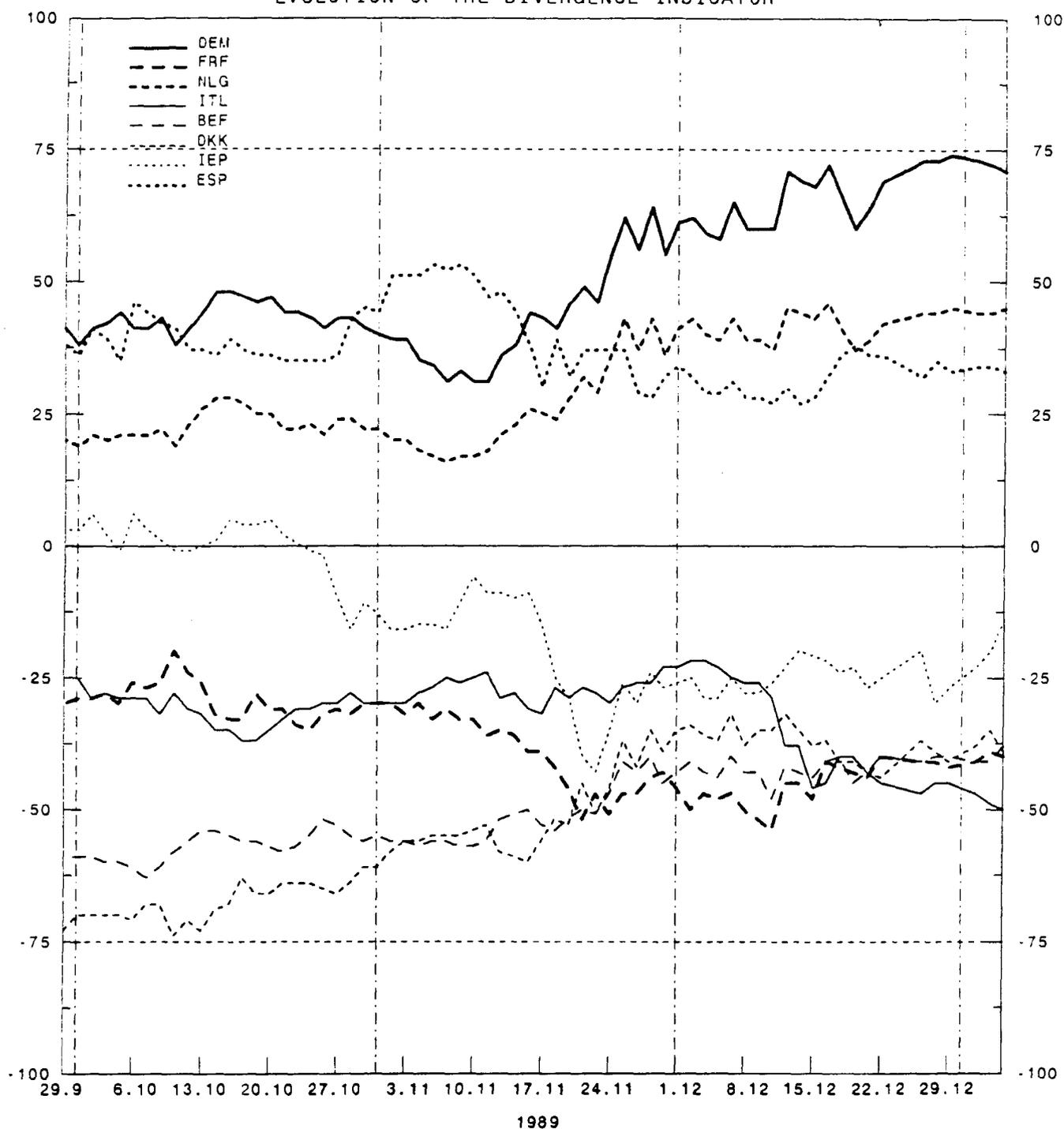
MOVEMENTS IN THE EMS PARITY GRID



1989

5.1.1990

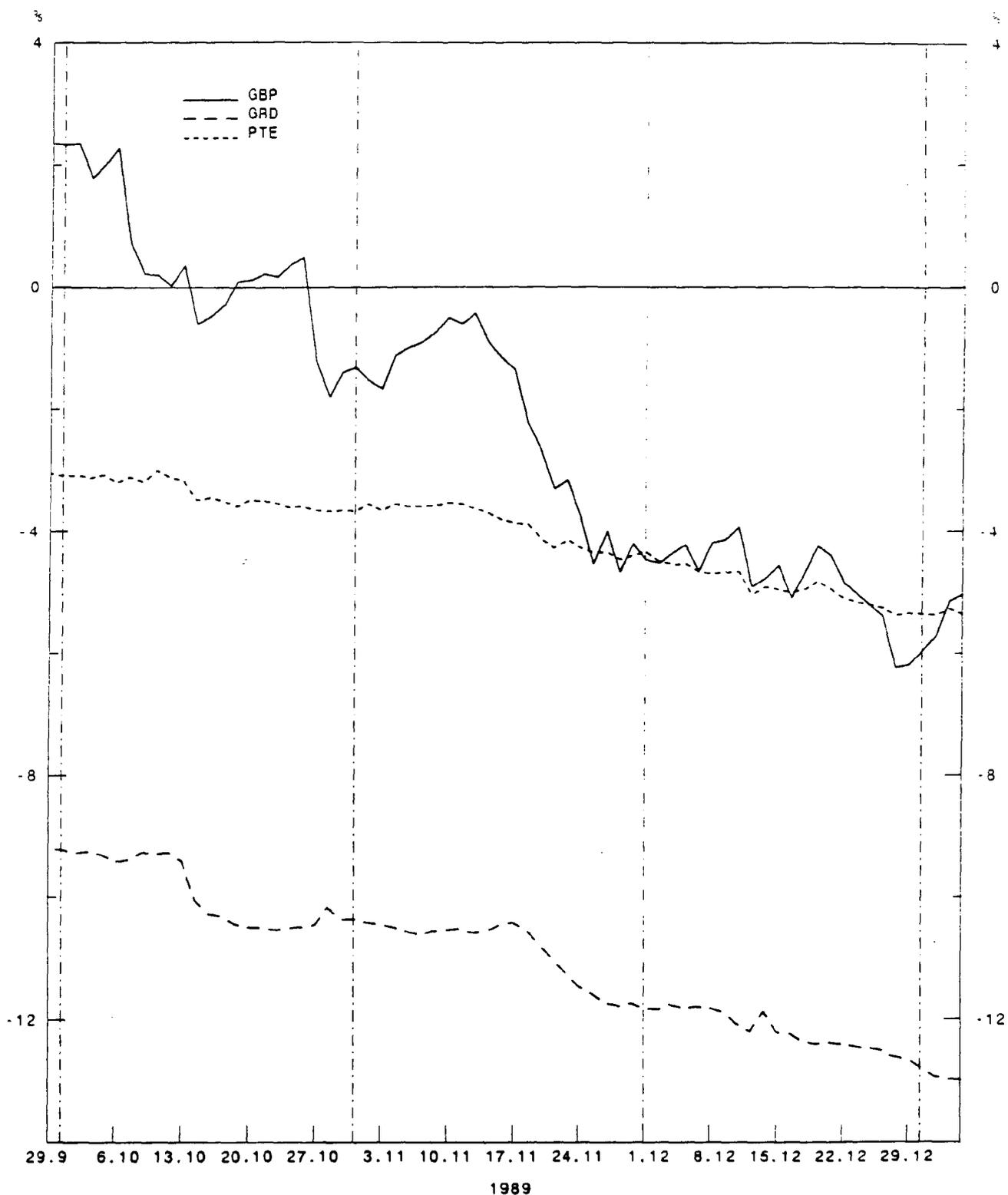
## EVOLUTION OF THE DIVERGENCE INDICATOR\*



\* 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  $\pm 100$ , the divergence threshold being  $\pm 75$ . 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.

5.1.1990

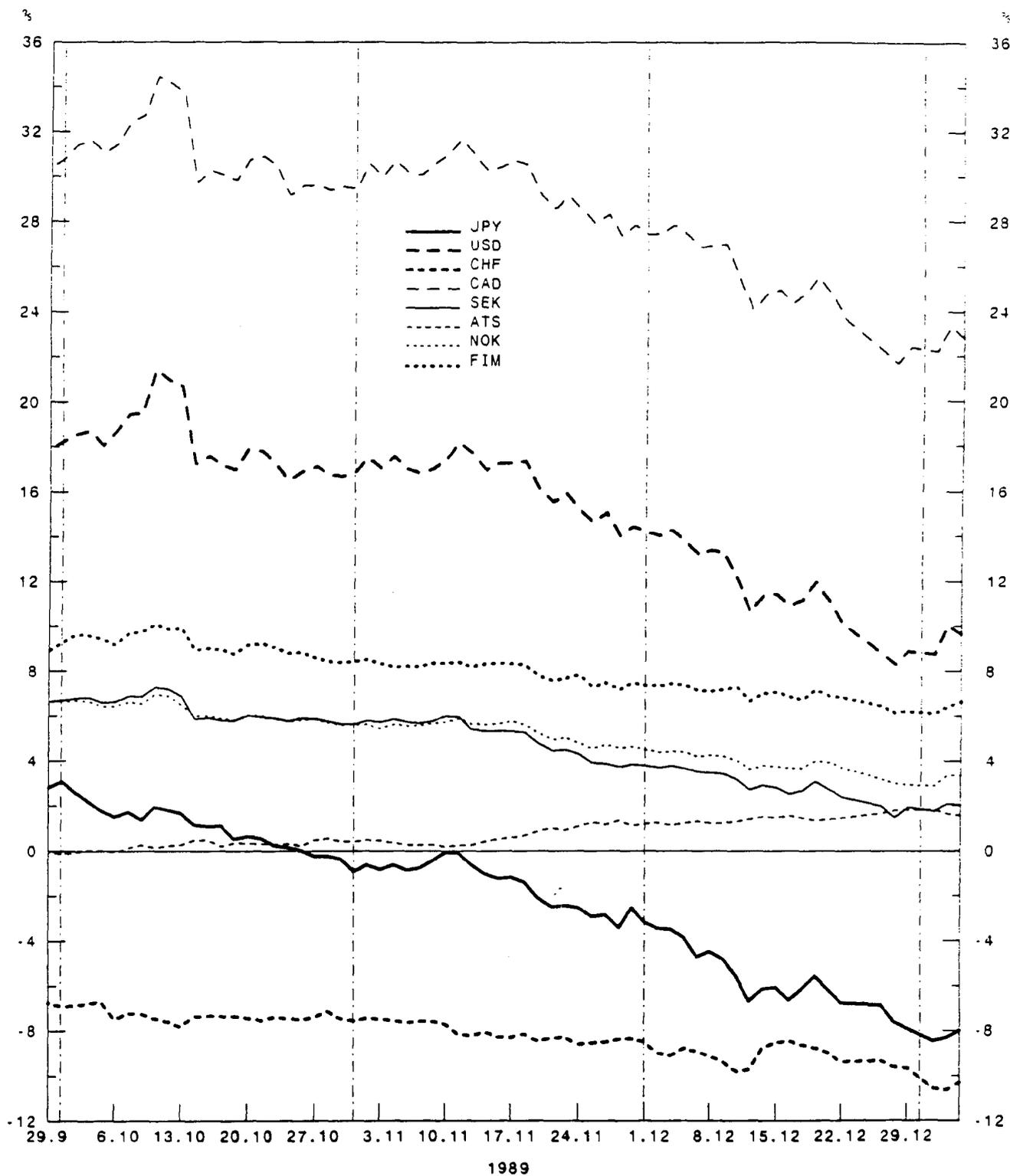
EVOLUTION OF THE POUND STERLING, THE GREEK DRACHMA, AND THE PORTUGUESE ESCUDO, ON THE BASIS OF THE MARKET RATES PREVAILING ON 31ST DECEMBER 1987 AGAINST THE ECU\*



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

5.1.1990

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.

5.1.1990