

14 janvier 1992  
Confidentiel  
Texte définitif  
(Traduction)

PROCES-VERBAL  
DE LA 261ème SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS  
DES BANQUES CENTRALES DES ETATS MEMBRES  
DE LA COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE  
  
TENUE A BALE, LE MARDI 10 DECEMBRE 1991 A 9 H 30

---

## Table des matières

	<u>Page</u>
I.           Approbation des procès-verbaux des 259ème et 260ème séances	1
II.          Surveillance des développements et des politiques économiques et monétaires dans la CEE sur la base de: .....	1
1.       Exposé de M. Saccomanni, Président, Sous-Comité de politique des changes (surveillance) .....	1
2.       Exposé de M. Rey, Président, Comité des Suppléants ....	3
3.       Discussion par le Comité .....	4
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 1991 .....	6
IV.         Examen annuel de l'évolution au sein du mécanisme de change du SME .....	7
1.       Exposé de M. Saccomanni, Président, Sous-Comité de politique des changes .....	7
2.       Exposé de M. Rey, Président, Comité des Suppléants ....	8
3.       Discussion par le Comité .....	10
V.          Principes régissant l'accord préalable aux interventions en monnaies communautaires .....	12
VI.         Renouvellement des accords de swap avec la Norges Bank .....	12
VII.        Union économique et monétaire .....	12
VIII.       Autres questions relevant de la compétence du Comité .....	13
IX.         Date et lieu de la prochaine séance .....	13

\* \* \*

La liste des participants est jointe en annexe.

I. Approbation des procès-verbaux des 259ème et 260ème séances

Le Comité approuve les procès-verbaux des 259ème et 260ème séances.

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

- Préparation par le Sous-Comité de politique des changes (surveillance);
- Graphiques et tableaux préparés par le Secrétariat.

1. Exposé de M. Saccomanni, Président, Sous-Comité de politique des changes (surveillance)

Le Groupe de surveillance a principalement porté son attention sur les tensions apparues en novembre au sein du SME, qui se sont manifestées par: une hausse des taux d'intérêt dans presque tous les pays membres; un élargissement des écarts de taux d'intérêt avec l'Allemagne; des interventions de plusieurs banques centrales; et de plus amples variations des monnaies, tant dans la bande étroite que dans la bande large, bien qu'aucune n'ait été portée à son cours-limite. Les tensions provenaient surtout de facteurs extérieurs à la Communauté. La baisse persistante du dollar EU a déstabilisé les marchés des changes, qui avaient anticipé une nouvelle réduction du taux d'escompte en raison des résultats médiocres de l'économie américaine, laquelle a pourtant pu bénéficier temporairement des événements se déroulant dans l'ex-Union soviétique. Si le niveau actuel du dollar EU ne semblait pas poser de problème, une dépréciation supplémentaire pourrait rendre souhaitable une action concertée en vue de sa stabilisation. Des tensions ont également découlé de la dévaluation du mark finlandais, qui a souligné la fragilité des liens unilatéraux avec les paniers de monnaies; elles ont provoqué une attaque de caractère spéculatif sur la couronne suédoise, qui a rendu nécessaire un relèvement des taux directeurs d'une ampleur exceptionnelle.

Ces facteurs ont avivé la demande de deutsche marks, déjà forte en raison de plusieurs éléments: un large écart favorable de taux d'intérêt par rapport au dollar EU, la hausse attendue des taux directeurs en

Allemagne et une poussée saisonnière des taux du marché monétaire, les intervenants couvrant leurs positions courtes en deutsche marks. Les tensions se sont calmées lorsque d'autres pays, spécialement la France et l'Italie, ont laissé monter les taux d'intérêt, même si la décision de la Deutsche Bundesbank de ne pas relever ses taux officiels, début décembre, n'a pas totalement dissipé les anticipations d'une majoration future, liées en particulier aux perspectives d'inflation et d'augmentations salariales en Allemagne.

En France, des interventions ont été requises en volume substantiel, tandis que les autorités laissaient monter les taux du marché d'un point environ, malgré des résultats toujours aussi bons en matière d'inflation, de comptes courants et de budget. En Italie, des progrès insuffisants ont été accomplis sur la voie de la réduction des déséquilibres internes, de sorte que la Banca d'Italia, outre de fortes interventions, a dû laisser les taux d'intérêt se tendre d'un point environ tout en permettant à la lire de fléchir, alors que celle-ci était près du sommet de la bande étroite. Une situation semblable s'est retrouvée en Irlande, où la dépréciation du dollar EU et de la livre sterling s'est traduite par des sorties de capitaux. Au Royaume-Uni, la livre sterling s'est érodée vis-à-vis des monnaies de la bande étroite, tout en conservant un écart assez constant avec la peseta espagnole, qui continue à occuper la position la plus élevée de la bande large. Aucune sortie de fonds ne s'est produite en Espagne ni au Portugal. Le fléchissement de l'escudo portugais s'explique entièrement par l'incidence de la dévaluation du mark finlandais: à cette occasion, le marché a réévalué les risques inhérents à la détention de monnaies rattachées unilatéralement à un panier. La drachme grecque a, elle aussi, subi des pressions à la baisse, principalement sous l'effet de facteurs saisonniers, et des interventions ont été nécessaires à plusieurs reprises. Les taux d'intérêt se sont tendus en Belgique, aux Pays-Bas et au Danemark, parallèlement à l'évolution en Allemagne. Aux Pays-Bas, la hausse a eu lieu dans un contexte marqué par une accélération de l'inflation interne et un écart de taux d'intérêt de 50 points de base par rapport à l'obligation à dix ans du gouvernement allemand.

Malgré le caractère général des tensions enregistrées au sein du SME, la crédibilité de la grille de parités du mécanisme de change n'a pas été remise en question et la réaction des autorités monétaires a été conforme à l'accord Bâle/Nyborg. De nouvelles tensions ne sont toutefois

pas à exclure, étant donné que certains déterminants de l'agitation récente sur les marchés continuent à prévaloir.

2. Exposé de M. Rey, Président, Comité des Suppléants

Les Suppléants ont observé que, lorsque les monnaies se déprécient pour des raisons étrangères aux conditions fondamentales, le mouvement pouvait être aisément stabilisé à l'intérieur des limites d'intervention, comme cela a été le cas avec la livre sterling. Alors que les autorités ont aussi laissé glisser la couronne danoise au sein de la bande étroite sous l'effet de sorties de capitaux engendrées par des écarts de taux d'intérêt, sa parité n'a pas été menacée, malgré des turbulences sur les marchés des changes de Finlande et de Suède. L'instabilité en Scandinavie, quoique sans remettre apparemment en cause la crédibilité des cours-pivots du mécanisme, a rendu les opérateurs plus conscients des risques de change. A titre d'exemple, une certaine pression s'est portée sur l'escudo portugais dans le sillage de la dévaluation du mark finlandais. Les autorités portugaises n'ont vu dans ce mouvement qu'un phénomène temporaire, et il ne faudrait pas interpréter la dépréciation qui en est résultée comme un changement de politique.

Dans une certaine mesure, les tensions au sein du mécanisme de change ont reflété l'instabilité des conditions sur les marchés des changes à travers le monde. D'une part, la monnaie américaine a été orientée à la baisse, sauf inversions périodiques sous l'effet de réactions devant l'évolution en Union soviétique, qui ont privilégié son rôle de valeur-refuge; d'autre part, le deutsche mark s'est renforcé. Une diminution supplémentaire des taux d'intérêt à court terme aux Etats-Unis pourrait raviver les pressions baissières sur le dollar EU, même si une accentuation de la courbe des rendements pouvait venir le conforter quelque peu. L'appréciation de la monnaie allemande s'explique par l'anticipation d'une politique de fermeté de la Deutsche Bundesbank face aux pressions des salaires et des prix; elle a eu lieu en dépit d'interventions massives à la vente de deutsche marks, surtout en Scandinavie, et d'un élargissement des écarts de taux d'intérêt au bénéfice de certaines autres monnaies du mécanisme de change. Si la démonstration a été faite d'un engagement en faveur de la grille de parités existante, les conditions économiques en Europe ne justifient pas, en elles-mêmes, une hausse générale des taux. Il importe donc que l'orientation fermement anti-inflationniste de la Deutsche

Bundesbank produise les effets désirés sur les négociations salariales et que le dosage des politiques soit corrigé dans les pays où il pose des problèmes.

3. Discussion par le Comité

M. de Larosière déclare que la France a récemment annoncé un resserrement de la fourchette assignée à l'expansion de M3, la ramenant de 5-7% en 1991 à 4-6% en 1992. L'expansion tendancielle de cet agrégat se situe à quelque 5%. Si l'on tient compte des variations de la vitesse de circulation, l'objectif serait compatible avec une croissance économique de 2-2,5% et un recul de l'inflation à 2,5%. Les graphiques préparés par le Secrétariat font apparaître pour le franc français un gain de compétitivité de 9% en termes de coûts unitaires de main-d'oeuvre et de 7% environ en termes d'IPC depuis 1986. Cela résulte de la politique anti-inflationniste poursuivie en France pendant des années. La croissance actuelle (1,5% en rythme annuel) est due pour un point aux exportations, qui ont progressé de 8% en termes réels. La France a évité une récession en 1991 car les gains de compétitivité de son économie lui ont permis de tirer profit de la demande externe, en particulier originaire d'Allemagne. La réaction des autorités devant les tensions au sein du mécanisme de change a suivi les principes établis par l'accord Bâle/Nyborg; ces tensions se résorberont d'elles-mêmes si, comme l'a souligné M. Rey, les données fondamentales restent saines.

M. Tavares Moreira déclare que le Portugal a maintenu son engagement envers une politique de taux de change ferme comme instrument fondamental de contrôle et de réduction de l'inflation. La politique suivie depuis octobre 1990 a consisté à accompagner de près les mouvements du mécanisme de change, de telle sorte que l'escudo a évolué à l'intérieur d'une fourchette semblable à la bande large. Lorsqu'il a subi des pressions après la dévaluation du mark finlandais, les autorités l'ont laissé glisser, puisqu'il se trouvait au sommet de cette "bande". L'étroitesse du marché a cependant rendu nécessaires des interventions de faible ampleur quand il a atteint le niveau de 89,2 face au deutsche mark. Les marchés ont interprété cette action comme un signe de la détermination de la banque centrale à conserver le contrôle de la monnaie. M. Tavares Moreira ajoute que les autorités portugaises ont récemment fait savoir à la Commission de la CE qu'elles avaient décidé de prolonger de quatre mois les contrôles sur

l'achat, par les non-résidents, d'obligations à taux variable libellées en escudos.

M. Schlesinger déclare qu'il approuve totalement l'évaluation critique de la situation récente présentée par les Suppléants, qui soulève effectivement quelques questions quant à la crédibilité de la grille de parités. D'après les statistiques, les deux tiers des interventions de l'année ont eu lieu en novembre. Etant donné les conditions instables entourant le dollar EU, les tendances économiques divergentes dans la Communauté et les mesures prises pour défendre la grille de parités, la situation globale ne peut pas apparaître particulièrement équilibrée. Le Conseil central de la Deutsche Bundesbank s'est accordé sur une fourchette d'expansion monétaire de 3,5-5,5% pour 1992, soit un demi-point de plus qu'en 1991. L'accent est nettement placé sur la poursuite d'une politique monétaire très restrictive. Les contingents de réescompte en faveur des banques de la partie orientale de l'Allemagne seront ramenés en cours d'année à des niveaux plus proches de ceux des banques de la partie occidentale. On a beaucoup discuté pour savoir si la stabilité des prix en Allemagne serait menacée en 1992 du fait des revendications salariales actuelles assez fortes, et si la Deutsche Bundesbank devrait agir ou non à cet égard. Pour l'instant, les taux d'intérêt allemands n'ont pas été relevés mais, sauf modification fondamentale de la situation présente, un ajustement à la hausse pourrait être nécessaire dans un avenir proche.

M. Ciampi observe que les amples interventions opérées en novembre 1991 devraient être évaluées à la lumière de l'intensification des flux de capitaux à court terme: de ce fait, les banques centrales ont dû intervenir pour des montants qui, anormalement élevés dans le passé, peuvent maintenant être considérés comme normaux. Dans la mesure où les tensions trouvaient leur origine à l'extérieur du SME, notamment dans l'évolution du dollar EU, des efforts devraient être faits pour limiter de telles influences externes; il conviendrait en particulier de renforcer la coordination des politiques monétaires, et pas seulement des politiques de change.

M. Leigh-Pemberton déclare que, après une année très satisfaisante au sein du mécanisme de change, la livre sterling a fait un certain usage de la marge de fluctuation offerte par la bande large. Toutefois, si l'engagement du Royaume-Uni à l'égard du mécanisme de change ne fait aucun doute, un dilemme persiste quant à l'utilisation des taux

d'intérêt. Le gouvernement britannique serait extrêmement déçu si les taux devaient être augmentés avant les élections générales de l'an prochain; une telle mesure serait peut-être perçue comme un échec de la politique gouvernementale, ce qui pourrait donner lieu à de nouvelles pressions sur le taux de change. Si, à la suite du sommet de Maastricht, les perspectives s'amélioreraient pour le gouvernement actuel, la livre aurait un meilleur comportement, alors que le mois écoulé n'a guère été favorable à la reprise économique au Royaume-Uni et au gouvernement en place.

Le Président déclare que, au Danemark, les ajustements de taux d'intérêt ont été dédramatisés parce qu'ils ont été sortis du débat politique, ce qui était nécessaire pour préserver la crédibilité du système.

M. de Larosière partage le point de vue du Président. Il est important de dédramatiser les ajustements de taux d'intérêt, qui ont pour but la stabilité monétaire au sein du mécanisme de change. Il convient cependant de garder à l'esprit que, lorsque l'activité économique est ralentie en Europe, un resserrement monétaire lié à des facteurs paraissant plutôt associés à la faiblesse du dollar EU pourrait donner lieu à des tensions dans le SME et rendre plus complexe la conduite des politiques monétaires. Il espère que le dosage des politiques en Allemagne, et en particulier une position de fermeté sur le budget et les salaires du secteur public, permettra à l'avenir de recourir avec plus de réserve à la politique monétaire.

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 1991

Le Comité adopte ce rapport, qui sera transmis aux Ministres des Finances de la CEE selon la procédure habituelle.

IV. Examen annuel de l'évolution au sein du mécanisme de change du SME

- Préparation par le Sous-Comité de politique des changes du Rapport No 6;
- Supplément statistique;
- Préparation par l'Unité économique de deux documents intitulés "Credibility in the ERM" et "Competitiveness, Relative Cyclical Performance and Recent Developments in the Trade Positions of EC Countries".

1. Exposé de M. Saccomanni, Président, Sous-Comité de politique des changes

M. Saccomanni souligne que le Sous-Comité a cherché à évaluer l'impact, sur le SME, de la crise du Golfe, de l'unification allemande et de l'effondrement des régimes communistes d'Europe centrale et orientale. Malgré ces événements, et dans un contexte marqué par un ralentissement mondial de l'activité économique et par des divergences profondes entre les positions conjoncturelles relatives au sein de la Communauté, le mécanisme de change a fonctionné de façon ordonnée. Des conditions assez stables ont prévalu durant la majeure partie de la période, aucun réalignement ne s'est produit, et les tensions occasionnelles n'ont pas sérieusement menacé la grille de parités.

Une attention particulière a été accordée aux facteurs affectant la stabilité du mécanisme de change: l'action des autorités monétaires face aux situations de tension dans le mécanisme, les résultats économiques des pays membres et les progrès vers l'UEM. Les marchés ont de plus en plus tenu compte du changement d'attitude des autorités monétaires vis-à-vis de l'objectif de stabilité du taux de change, après avoir mis à l'épreuve leur détermination à défendre les parités existantes dans le mécanisme de change. Les autorités des pays membres ont accordé une moindre importance aux modifications du taux de change en tant qu'instrument, tandis qu'elles ont eu recours à la stabilité des taux de change nominaux pour renforcer les effets des politiques monétaires anti-inflationnistes.

Une incertitude quant aux conséquences de l'unification allemande sur la stabilité monétaire s'est traduite par une modification temporaire du sentiment du marché à l'égard du deutsche mark. L'incidence sur la demande et le ralentissement de l'activité dans d'autres pays membres ont

contribué à diminuer les déséquilibres extérieurs. Le Sous-Comité a recensé les risques suivants pour le mécanisme de change: évolution, divergente des salaires, qui pourrait imposer la mise en oeuvre de politiques différenciées; absence de progrès significatifs sur la voie de la consolidation budgétaire; élargissement des déséquilibres externes; et pressions spéculatives pouvant surgir dans la phase de transition vers l'étape finale de l'UEM si les marchés anticipent des ajustements connexes de taux de change. Des turbulences pourraient en outre résulter de développements extérieurs, en particulier d'une baisse supplémentaire du dollar EU.

Le Sous-Comité a conclu que les principes de l'accord Bâle/Nyborg ne pouvaient que contribuer à préserver la stabilité au sein du mécanisme de change en cas de tensions temporaires de nature non fondamentale. Si des perturbations plus fondamentales survenaient, il conviendrait d'accorder un plus grand rôle à d'autres politiques, notamment en matière de budget et de revenus. Une amélioration du dosage des moyens d'action et la mise en oeuvre de politiques de l'offre appropriées peuvent permettre de réduire les écarts d'inflation et de faire face aux problèmes liés à la détérioration des positions concurrentielles des pays dont les comptes courants sont déficitaires. Ces moyens sont aussi à prescrire aux pays candidats, le Portugal et la Grèce, où la progression vers la stabilité des prix devrait être l'objectif central.

Le Sous-Comité a estimé que le risque de pressions spéculatives en anticipation d'un "dernier réalignement" à l'approche de l'étape finale de l'UEM menaçait la stabilité et devait être examiné par les Gouverneurs. Il est douteux qu'une réaffirmation publique des principes de l'accord Bâle/Nyborg produise un effet stabilisateur suffisant sur les marchés. Enfin, de fortes fluctuations du dollar EU susceptibles de perturber le mécanisme devraient être combattues par des actions concertées en liaison avec les autorités américaines, bien que cela suppose une opinion commune sur le niveau approprié du taux de change du dollar EU.

## 2. Exposé de M. Rey, Président, Comité des Suppléants

Les Suppléants ont essentiellement porté leur attention sur trois questions. Premièrement, comment les pays membres devraient-ils gérer leur "capital de crédibilité" accumulé ces cinq dernières années dans le mécanisme de change? Si la crédibilité accrue des cours-pivots constitue

bien un acquis important, elle doit reposer sur des fondements économiques solides. Il sera donc indispensable d'améliorer les politiques économiques des pays du mécanisme de change dont le dosage des moyens d'action est déséquilibré, en particulier de ceux dont la taille et l'incidence sur la Communauté sont les plus grandes. A défaut d'un soutien accru des autres politiques (sous forme d'une évolution plus favorable sur le front des salaires et du budget), il est probable que la politique monétaire ait à supporter une charge excessive dans la poursuite de la stabilité des prix. L'adoption prochaine de programmes de convergence économique, comme celui qui a déjà été retenu en Italie, pourrait être bénéfique à cet égard.

La crédibilité des parités du mécanisme de change ne serait pas renforcée si les cours-pivots étaient maintenus artificiellement inchangés malgré des divergences persistantes et insoutenables. Si une telle situation devait conduire à une perte de confiance dans les relations de change existantes et à de fortes pressions spéculatives, un réalignement pourrait devenir inévitable; la remarque ne signifie pas que ces conditions se présenteront prochainement, encore moins qu'on serait fondé à prétendre qu'il existe un déséquilibre fondamental entre tel ou tel pays membre. Par ailleurs, on ne voit guère comment parvenir aisément à un point de vue commun sur une méthode de mesure appropriée des divergences critiques au delà desquelles apparaîtrait un tel déséquilibre, car la compétitivité est très difficile à évaluer. Les Suppléants jugent qu'il serait utile d'examiner ces questions avant que les marchés ou les forces politiques n'en aient une perception trop aiguë.

La troisième question concerne les leçons à tirer de l'établissement de liens unilatéraux entre plusieurs monnaies nordiques et l'écu. Dans la mesure où le marché a mis ou pourrait mettre à l'épreuve le rattachement unilatéral, des tensions risquent d'apparaître et d'affecter la stabilité des taux de change au sein du mécanisme. Etant donné que les pays membres n'exercent aucune influence sur les facteurs qui déterminent la crédibilité et la stabilité d'un rattachement unilatéral à l'écu - par exemple le choix, par les pays hors mécanisme, du cours central de leur monnaie par rapport à l'écu ou de leur politique interne - les Suppléants ont estimé que le sujet méritait une étude approfondie.

3. Discussion par le Comité

M. de Larosière félicite l'Unité économique pour ses documents sur la compétitivité et les résultats conjoncturels relatifs, établissant que les conditions de la demande ont probablement plus d'impact que les facteurs de prix sur les balances des paiements et les positions commerciales. De la sorte, si les pays membres désirent stabiliser les conditions au sein du groupe, ils doivent chercher à mettre en place un dosage des politiques susceptible de réaliser la croissance la plus élevée possible dans une situation de désinflation. Tous les pays de la Communauté, en particulier ceux qui jouent un rôle d'ancre, ont une part de responsabilité pour garantir que le dosage des politiques vise à stabiliser le système afin d'assurer les conditions les plus durables pour une croissance non inflationniste.

M. Schlesinger juge le rapport très équilibré. L'union monétaire allemande, au début de la période couverte, a eu un vif impact sur la position commerciale extérieure du pays et a ainsi contribué à stabiliser le mécanisme de change. Il ne faut toutefois pas s'attendre à une poursuite de cette évolution. Le déficit actuel des paiements courants devrait même s'inverser, étant donné que le redressement des capacités de production en Allemagne orientale contribuera plus largement que par le passé à satisfaire la demande interne. Dans ces conditions, les déséquilibres au sein du mécanisme réapparaîtront probablement. Citant les conclusions du rapport du Sous-Comité, M. Schlesinger observe qu'il convient d'étudier si la présente grille de parités est appropriée pour l'avenir ou si des tensions dans le SME, comme celles qu'il a subies en novembre, risquent de s'amplifier jusqu'à rendre nécessaire l'examen d'un ajustement avant d'entrer dans la deuxième étape de l'UEM.

M. Leigh-Pemberton souhaite que M. Schlesinger précise dans quelle mesure il pense que la vigueur actuelle du deutsche mark contribue à réduire les tensions inflationnistes en Allemagne et s'il estime que cette appréciation évite d'avoir à durcir la politique monétaire. Il voudrait savoir si la présente tendance inflationniste ne dérive pas de facteurs liés aux coûts, auquel cas la persuasion constituerait le meilleur moyen de lutte, alors qu'un durcissement de la situation monétaire globale serait le remède classique en cas d'inflation par la demande.

M. Schlesinger confirme que la vigueur actuelle du deutsche mark a contribué à diminuer les tensions inflationnistes; il convient toutefois

d'avoir présent à l'esprit que, sur les deux dernières années, le deutsche mark ne s'est pas apprécié en termes nominaux et s'est affaibli en termes réels. La hausse présente n'est donc qu'une correction de la tendance baissière précédente. En ce qui concerne le second point mentionné par M. Leigh-Pemberton, M. Schlesinger déclare que le niveau actuel des revendications salariales ne peut pas être compensé par des gains de productivité en Allemagne occidentale ni, encore moins, en Allemagne orientale. D'autres politiques peuvent être plus appropriées, mais le gouvernement allemand n'a guère eu de succès dans le passé avec ses politiques des revenus, quelles qu'elles fussent, fondées sur la persuasion. La réussite dépend en grande mesure de l'attitude que le gouvernement adoptera en qualité d'employeur en matière de salaires. Quant à la politique monétaire, la Deutsche Bundesbank est consciente des diverses options et très sensible aux conséquences possibles de toute orientation sur les partenaires de l'Allemagne dans la Communauté. Pour l'avenir, il pourrait devenir impossible de maintenir la grille des parités actuelle si des déséquilibres relativement forts apparaissaient.

M. de Larosière déclare que le caractère plausible de la grille de parités sera évalué par les marchés sur la base de plusieurs indicateurs, notamment de l'inflation. Il note que, en termes de coûts unitaires de main d'oeuvre, le deutsche mark a perdu de sa compétitivité depuis 1986, tandis que d'autres monnaies ont suivi la même évolution sur la base d'une gamme d'indicateurs. Il estime qu'il n'est pas dans l'intérêt du SME de mettre en cause la durabilité de la grille de parités, de manière à ne pas compliquer la tâche des pays qui doivent procéder aux ajustements nécessaires. Il n'existe pas de réponse simple à la question. Si un pays est soumis à une tendance inflationniste découlant d'un ensemble de facteurs tels que déficit budgétaire excessif et processus non contrôlé de formation des salaires, il doit choisir, pour ses divers instruments de politique économique, l'orientation la plus appropriée pour le pays concerné. Cela signifie que, pour les pays qui ne considèrent pas les taux de change comme un instrument approprié, ce choix doit être respecté. Tous les déséquilibres actuels peuvent être corrigés par le biais de mesures de politique économique; des modifications de taux de change ne sont ni nécessaires ni inévitables.

En conclusion, le Président exprime sa satisfaction devant le travail accompli par le Sous-Comité et l'Unité économique.

V. Principes régissant l'accord préalable aux interventions en monnaies communautaires

Le Comité approuve la recommandation du Sous-Comité de politique des changes visant à prolonger de six mois la période expérimentale afin d'évaluer le fonctionnement de l'arrangement en cas de tensions.

M. Saccomanni déclare que le Sous-Comité a apprécié la souplesse dont a fait preuve la Deutsche Bundesbank en autorisant les banques centrales à utiliser sa monnaie pour les interventions. Cela a démontré que les arrangements pouvaient être efficaces, même s'il est apparu, d'après le volume de certaines interventions, que le montant actuel des limites bilatérales ne permettait pas de faire face à toutes les situations.

VI. Renouvellement des accords de swap avec la Norges Bank

Les Gouverneurs conviennent de renouveler les accords de swap de leurs banques centrales respectives avec la Norges Bank, après addition de deux amendements mineurs recommandés par le Sous-Comité de politique des changes.

VII. Union économique et monétaire

Résumant les développements les plus récents, M. Baer déclare que la seule partie du projet de traité sur l'UEM soumise à discussion à Maastricht est la procédure du passage à la troisième étape. Les autres parties du Traité ont déjà été finalisées par les Ministres des Finances lors de leurs réunions tenues entre le 1er et le 3 décembre 1991. Dans ce contexte, il est bon de noter que seulement quelques modifications ont été apportées aux Chapitres I à VIII des Statuts du SEBC proposés par le Comité et qu'elles ne portent pas atteinte aux principes de base inclus dans le projet des Gouverneurs, à savoir: maintien de la stabilité des prix comme objectif prioritaire de la politique monétaire commune, indépendance du SEBC, interdiction du financement monétaire, dispositions concernant la légitimité démocratique, dispositions financières et pouvoirs réglementaires.

En ce qui concerne les points sur lesquels les Gouverneurs n'étaient pas parvenus à faire l'unanimité, M. Baer explique que le Chapitre IX des Statuts du SEBC, tel que finalisé par la CIG, reflète dans une large mesure la formule "assemblée" qui avait la préférence d'une

majorité de Gouverneurs. Quoique appelé Conseil général ("General Council"), il coexistera avec le Conseil des Gouverneurs ("Governing Council") du Système et le Directoire ("Executive Board").\* Les attributions du Conseil général seront de nature purement consultative; la responsabilité des tâches et missions du SEBC sera confiée au Conseil des Gouverneurs. La répartition des responsabilités en matière de politique monétaire externe, également objet de désaccord entre les Gouverneurs, a finalement été décidée par la CIG. L'article 109 du Traité charge le Conseil des Ministres d'établir un système de taux de change de l'écu vis-à-vis des monnaies tierces. La BCE pourra proposer des recommandations ou sera consultée à cet égard, afin de parvenir à un consensus compatible avec l'objectif de stabilité des prix. En l'absence d'un tel système de taux de change, le Conseil des Ministres sera autorisé à formuler des orientations générales concernant la politique de change envers les monnaies tierces. Ces orientations n'auront cependant pas force légale obligatoire et devront respecter l'objectif prioritaire de stabilité des prix assigné au SEBC.

En expliquant les accords conclus par la CIG sur la structure et les missions de l'IME, M. Baer précise que cette institution aura un Président "externe" et qu'elle tirera ses ressources financières de contributions forfaitaires ainsi que de certaines tâches opérationnelles, puisqu'elle pourra notamment détenir et gérer des réserves de change en qualité d'agent des banques centrales.

VIII. Autres questions relevant de la compétence du Comité

Aucune autre question n'a été soulevée.

IX. Date et lieu de la prochaine séance

La prochaine séance du Comité des Gouverneurs se tiendra à Bâle, le mardi 14 janvier 1992, à 9 h 30.

---

\* NdT: il n'existe pas encore de texte français officiel du projet de statuts et les traductions des termes utilisées dans le présent procès-verbal ne font donc pas autorité.

261ème SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS

10 DECEMBRE 1991

---

Sont présents:

Président du Comité des Gouverneurs	M. Hoffmeyer
Banque Nationale de Belgique	M. Verplaetse M. Rey* M. van der Haegen
Danmarks Nationalbank	Mme Andersen M. Hansen
Deutsche Bundesbank	M. Schlesinger M. Tietmeyer M. Rieke
Banque de Grèce	M. Chalikias M. Papademos M. Karamouzis
Banco de España	M. Rubio M. Linde M. Durán
Banque de France	M. de Larosière M. Lagayette M. Cappanera
Central Bank of Ireland	M. Doyle M. Coffey M. Reynolds
Banca d'Italia	M. Ciampi M. Dini M. Santini
Institut Monétaire Luxembourgeois	M. Jaans
Nederlandsche Bank	M. Duisenberg M. Szász M. Scholten
Banco de Portugal	M. Tavares Moreira M. Borges M. Bento
Bank of England	M. Leigh-Pemberton M. Crockett M. Foot
Commission des Communautés européennes	M. Pons
Président du Sous-Comité de politique des changes	M. Saccomanni
Secrétariat du Comité des Gouverneurs	M. Baer M. Scheller M. Viñals

---

\* Président du Comité des Suppléants