

15 février 1993

Confidentiel

(Traduction)

Final

**PROCÈS-VERBAL  
DE LA 272<sup>ème</sup> SÉANCE DU COMITÉ DES GOUVERNEURS  
DES BANQUES CENTRALES DES ÉTATS MEMBRES  
DE LA COMMUNAUTÉ ÉCONOMIQUE EUROPÉENNE**

**TENUE À BÂLE, LE MARDI 12 JANVIER 1993**

---

## SOMMAIRE

	Page
<b>I. Approbation du procès-verbal de la 271ème séance .....</b>	<b>1</b>
<b>II. Surveillance des développements et politiques économiques et monétaires dans la Communauté</b>	
1. Exposé de M. Saccomanni, Président, Sous-Comité de politique des changes (surveillance) .....	1
2. Exposé de M. Rey, Président, Comité des Suppléants .....	2
3. Discussion par le Comité .....	2
<b>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 1992 et des premiers jours de janvier 1993 .....</b>	<b>4</b>
<b>IV. Examen du mécanisme de change du SME</b>	
1. Exposé de M. Saccomanni, Président, Sous-Comité de politique des changes .....	4
2. Exposé de M. Rey, Président, Comité des Suppléants .....	5
3. Discussion par le Comité .....	7
<b>V. Travaux futurs du Comité .....</b>	<b>12</b>
<b>VI. Travaux préparatoires pour le passage à la phase finale de l'UEM .....</b>	<b>13</b>
<b>VII. Autres questions relevant de la compétence du Comité</b>	
1. Dépenses du Comité au troisième trimestre de 1992 et dépenses de fonctionnement des sous-comités et groupes de travail en 1993 .....	14
2. Relations avec les syndicats .....	15
3. Nomination d'un cadre au Secrétariat .....	15
<b>VIII. Date et lieu de la prochaine séance .....</b>	<b>16</b>

\* \* \*

La liste des participants est jointe en annexe.

Avant d'en venir à l'ordre du jour, le Président souhaite la bienvenue à M. Hannoun, qui succède à M. Lagayette en tant que Suppléant du Comité des Gouverneurs.

**I. Approbation du procès-verbal de la 271ème séance**

Le Comité approuve le procès-verbal de la 271ème séance.

**II. Surveillance des développements et politiques économiques et monétaires dans la Communauté**

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

Le Groupe de surveillance a concentré son attention sur les points suivants. Premièrement, bien que les opérateurs du marché continuent à croire en un redressement du dollar EU en 1993, des doutes subsistent quant à sa vigueur et au moment où il se produira. Le dollar s'est apprécié à l'égard du deutsche mark à la suite des ventes persistantes de la monnaie allemande, tant par les banques centrales du MCE que par des détenteurs privés, ainsi que de l'attente d'un rétrécissement de l'écart de taux d'intérêt entre les États-Unis et l'Allemagne. Le dollar est resté stable envers le yen malgré la relative faiblesse de l'économie japonaise. Les dernières statistiques sur le chômage indiquent que la reprise économique américaine est incomplète, tandis que la détérioration de la situation budgétaire limite le champ d'action de l'Administration Clinton pour stimuler l'économie. Dans ces conditions, le dollar peut être exposé à des fluctuations périodiques, qui amènent à se poser des questions en ce qui concerne les répercussions sur le niveau des taux d'intérêt dans le SME. Deuxièmement, la persistance de tensions au sein du MCE maintient les écarts de taux d'intérêt par rapport à l'Allemagne à des niveaux records dans plusieurs pays. Les récentes déclarations franco-allemandes et les mesures qui les ont accompagnées ont été importantes pour stabiliser les attentes du marché quant à la parité deutsche mark/franc français, mais elles ont également exercé une incidence déstabilisatrice sur quelques autres monnaies de la bande étroite. La question se pose de savoir si des arrangements bilatéraux peuvent être considérés comme un substitut efficace à une coopération multilatérale plus vaste. Enfin, pour ce qui est de l'abaissement récent des taux d'intérêt directs en Belgique et aux Pays-Bas, malgré l'apparition d'un écart négatif vis-à-vis de l'Allemagne ces pays n'ont pas l'intention de déconnecter leur politique monétaire de celle de l'Allemagne. Il conviendra de suivre l'évolution de la situation, car elle peut refléter une modification de la perception des opérateurs du marché à l'égard de la monnaie d'ancrage du Système.

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

Les Suppléants ont examiné les événements récents au sein du SME et son environnement extérieur. Quatre points sont portés à l'attention du Comité. Premièrement, le représentant de la Commission a indiqué que le prochain exercice de surveillance multilatérale de l'ÉCOFIN aura lieu dans un contexte économique maussade; d'après des estimations provisoires, le taux de croissance du PIB réel dans la Communauté sera inférieur à 1% en 1993 et l'amélioration sur le plan de l'inflation, dont fait état la documentation préparée par le Secrétariat pour les Gouverneurs, est plus lente que la détérioration des perspectives en matière budgétaire. Il y a une relation entre cet environnement défavorable et le SME: une dégradation de la situation économique complique la gestion du Système, tandis que la crédibilité de ce dernier sera un élément important pour renforcer la confiance. Deuxièmement, il est difficile de prédire quelles seront l'évolution future du dollar EU et les réactions des autorités américaines devant une appréciation éventuelle de la monnaie. Une vive hausse du dollar rendra plus malaisée une réduction supplémentaire des taux d'intérêt en Allemagne et par conséquent dans le reste de l'Europe. Troisièmement, les récentes baisses des taux d'intérêt dans les pays à monnaie plus forte de la bande étroite atténueront les tensions dans le Système. Cependant, la situation demeure vulnérable, étant donné que l'Irlande et le Danemark maintiennent les taux d'intérêt à un niveau très élevé, alors que des facteurs de politique interne accroissent l'incertitude dans ces deux pays. Le Suppléant irlandais a exprimé l'espoir que l'engagement des autorités françaises et allemandes de ne pas dévaluer le franc français stabilisera les marchés. Les Suppléants britannique et italien souhaitent également que le SME retrouve rapidement des conditions plus stables, de façon à rétablir son attrait en tant que cadre de référence pour les politiques. Enfin, l'abolition des contrôles sur les mouvements de capitaux en Irlande et au Portugal a été accueillie favorablement.

## 3. Discussion par le Comité

M. de Larosière déclare que le taux d'inflation en France est resté inchangé en décembre par rapport au mois précédent et qu'il se situe à 2% pour l'ensemble de l'année 1992, bien que le taux sous-jacent soit probablement plus près de 1,5% puisque les indices de l'inflation en France ne tiennent pas compte des soldes qui constituent un facteur important dans la structure des prix réels. En ce qui concerne les turbulences récentes, il indique que la pression sur le franc français s'est atténuée depuis le relèvement de 2 points du taux d'avances sur titres en France et la publication d'un communiqué conjoint par les autorités françaises et allemandes. La déclaration germano-française sur le caractère approprié de la parité du franc français vis-à-vis du deutsche mark ne doit pas être interprétée dans le sens que les parités de la couronne danoise et de la livre irlandaise ne sont pas adéquates. Cependant, le maintien de la parité entre les monnaies allemande et française est crucial pour la survie du SME. Il remercie la Deutsche Bundesbank pour son soutien et ajoute que la détermination des autorités françaises a été démontrée par le relèvement des taux d'intérêt à un moment où l'économie tourne en dessous de ses capacités et sans pression inflationniste aucune. La décision de la Deutsche

Bundesbank, la semaine dernière, de réduire ses taux de pension contribuera également à atténuer les tensions au sein du MCE. Les incertitudes politiques avant les élections en France ont compliqué la situation sur le marché français des changes, même si récemment d'importants hommes politiques de l'opposition se sont prononcés en faveur d'une politique visant à défendre la parité de la monnaie et à maintenir l'orientation actuelle de la politique monétaire.

M. Schlesinger déclare souscrire aux observations de M. de Larosière en ce qui concerne les opérations bilatérales; il a été nécessaire de démontrer que le SME doit être considéré comme durable. Il reconnaît néanmoins que les communiqués pourraient avoir une incidence négative sur les autres membres du SME. La Deutsche Bundesbank s'est beaucoup employée à soutenir le MCE au cours de l'année 1992; la base monétaire s'est accrue en Allemagne de DM 40 milliards, soit le double de 1991. Cela est dû principalement à l'achat, par la banque centrale allemande, d'un montant net de devises équivalant à DM 64 milliards. M3 a progressé de DM 150 milliards au cours des onze mois se terminant en novembre 1992, contre DM 84 milliards pour la même période de l'année précédente. La décision de la Deutsche Bundesbank d'abaisser de 0,15 point ses taux de pension pendant la semaine précédente est la conséquence du soutien qu'elle apporte au MCE. Mais la situation en Allemagne se complique du fait de la responsabilité première de la banque centrale à l'égard de la stabilité des prix et de la situation de l'économie réelle où la production industrielle, en Allemagne occidentale tout au moins, s'est inscrite en baisse.

M. Ciampi déclare que les attaques contre le franc français doivent être repoussées pour sauver le Système. Cela implique néanmoins que si d'autres monnaies de pays dont les données fondamentales sont considérées comme saines sont soumises à des pressions, elles devront bénéficier d'une défense analogue. La relation entre le franc français et le deutsche mark revêt une importance capitale, mais nous devons nous rappeler que le SME est un système; un montant d'interventions inférieur à celui qui a été nécessaire aurait peut-être suffi si les marchés avaient été convaincus que le Système fonctionne comme un ensemble. Il importe donc que les membres coordonnent leurs actions de façon que les possibilités de modifier la grille des parités ne se présentent pas à l'avenir.

M. de Larosière déclare qu'il fallait faire preuve de pragmatisme car, par moments, la concentration des mouvements de capitaux fuyant le franc français était telle qu'en l'absence d'une action bilatérale il n'y aurait probablement plus de Système.

M. Hoffmeyer comprend les raisons à l'origine des deux déclarations bilatérales qui ont dû être faites par les autorités françaises et allemandes, tout en mettant l'accent sur le coût qu'ont dû supporter les autres pays, dont les résultats économiques sont aussi satisfaisants qu'en France en termes de maintien de taux d'intérêt élevés sur une assez longue période. Il ajoute qu'il n'y a pas eu de débat officiel au Danemark en ce qui concerne la modification de la couronne danoise, malgré la dévaluation de la couronne suédoise. Lorsque les pressions se sont accentuées sur la monnaie danoise, tous les grands partis politiques ont exprimé leur soutien à la politique actuelle de change et se sont mis d'accord sur un compromis en matière de politique budgétaire.

Le Président déclare que le communiqué des autorités françaises et allemandes et les prises de position de diverses personnalités importantes de l'opposition en France ont permis de réduire les tensions. Des interventions aux marges de grande ampleur ont été entreprises par les banques centrales des Pays-Bas et de Belgique pour soutenir la livre irlandaise et la couronne danoise. Les taux d'intérêt à court terme ont été abaissés aux Pays-Bas et en Belgique en vue de contribuer à une atténuation des tensions au sein du MCE et se situent désormais sensiblement au-dessous des taux allemands; l'écart négatif par rapport à l'Allemagne risque cependant de n'être que temporaire et non pas un phénomène structurel.

**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 1992 et des premiers jours de janvier 1993**

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

**IV. Examen du mécanisme de change du SME**

La discussion s'est appuyée sur le rapport du Sous-Comité de politique des changes No 10: "Annual review of developments in the European Monetary System" accompagné d'une note de l'Unité économique: "Competitiveness, cyclical performance and trade balances in the European Community" ainsi que d'un document de travail du Président du Comité des Suppléants: "Implications and lessons to be drawn from the recent exchange rate crisis".

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

Bien que les conclusions du Sous-Comité aient été dans la plupart des cas unanimes, les débats ont mis en lumière des opinions divergentes. Le principal problème a consisté à éviter une polarisation autour de deux positions extrêmes: attribuer la responsabilité de la crise du MCE à tel ou tel pays membre pour n'avoir su s'attaquer aux déséquilibres internes, ou accuser le Système de n'avoir pu obtenir de tous les membres une réaction concertée efficace pour faire face aux tensions. En fait, les conclusions tirées combinent des éléments des deux positions. À l'origine de la crise, il y a l'insuffisance des progrès vers la convergence, spécialement dans le domaine des finances publiques et de l'évolution des prix et des coûts, ainsi que les divergences dans les situations conjoncturelles et l'impact de l'unification de l'Allemagne. Les tensions se sont accrues lorsque les résultats du référendum danois ont jeté un doute sur le processus de l'UEM. Dans un environnement pleinement libéralisé, les mouvements de capitaux ont revêtu des proportions considérables et la fixation d'une

date pour le référendum français ainsi que son issue incertaine ont agi comme un catalyseur pour la spéculation. Le Sous-Comité a noté avec préoccupation que des tensions ont affecté par la suite non seulement les monnaies des pays à déséquilibres sous-jacents, mais également ceux bénéficiant de données fondamentales saines; la crédibilité de la grille des parités dans son ensemble a été mise en cause en raison de la perception par le marché d'un manque de concertation et de coopération de la part de tous les pays membres.

En ce qui concerne les moyens d'action mis en oeuvre pour faire face à la crise de change, le Sous-Comité a conclu que, dans les pays souffrant de déséquilibres ou exposés à des dilemmes sur la politique économique, le recours intensif aux instruments de Bâle/Nyborg axés sur le marché, à savoir les interventions, les modifications des taux d'intérêt et les mouvements dans la bande de fluctuation, s'est révélé inefficace pour préserver la stabilité des taux de change, contrairement aux périodes de tensions antérieures. Le Sous-Comité a constaté en particulier que l'utilisation pleine et entière de la marge de manoeuvre dans la bande de fluctuation a amplifié les tensions dans quelques cas; cela donne à penser qu'il est souhaitable de maintenir le taux de change, en tout cas vis-à-vis du deutsche mark, à une certaine distance de la limite d'intervention obligatoire. Plus préoccupant encore est la reconnaissance des possibilités réduites de variation des taux d'intérêt. Dans la plupart des pays à monnaie en baisse, les relèvements des taux d'intérêt ont été inefficaces, étant donné que le marché était convaincu que de telles augmentations ne pouvaient durer du fait de la faiblesse de l'économie ou des répercussions sur l'endettement public et privé. Par ailleurs, en Allemagne, les possibilités d'abaisser les taux d'intérêt ont été amoindries par la nécessité de poursuivre l'orientation anti-inflationniste de la politique monétaire, en raison de l'évolution dans le domaine des politiques budgétaire et salariale. Les pressions qu'ont subies les pays à données fondamentales saines ont pu être contrées dans certains cas par l'application conjointe de la totalité des instruments de Bâle/Nyborg. Cependant, devant la montée des tensions en France, il a été recouru aux accords de coopération bilatérale, qui ont permis le financement des interventions intramarginales nettement au delà des limites fixées par l'Accord de Bâle/Nyborg. Le Sous-Comité est unanime à considérer que les récentes décisions de réaligement et de suspension de la participation au MCE ne sont pas conformes aux prescriptions de l'Accord de Bâle/Nyborg. Le Sous-Comité est d'avis que cela a entamé la crédibilité du MCE aux yeux des marchés, qui ont été confortés dans leur opinion par le climat d'incertitude et d'instabilité qui a prévalu sur les marchés des changes européens depuis l'achèvement du rapport. Enfin, il attire l'attention du Comité sur l'Annexe 3 du rapport qui contient une description complète des implications techniques des interventions sur les marchés des changes et de leur financement. Le Sous-Comité est conscient que les réponses données à certaines des questions posées dans l'Annexe sont provisoires et envisage de les approfondir par la suite.

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

Les Suppléants estiment que trois questions méritent un examen ultérieur. D'abord, le concept de compétitivité, qui est difficile à appréhender sur le plan de l'analyse; l'Unité économique

devra probablement effectuer quelques travaux supplémentaires à l'aide d'informations fournies par les banques centrales nationales. Deuxièmement, quelques Suppléants souhaitent approfondir davantage l'analyse des flux de capitaux qui, dans le nouvel environnement pleinement libéralisé, ont revêtu des proportions considérables. Troisièmement, certains Suppléants ont souhaité pousser plus avant l'examen de la réintroduction éventuelle d'un risque dans les deux sens sur les marchés des changes, en vue de rendre la spéculation plus coûteuse; il est proposé de demander au Sous-Comité de politique des changes de se pencher sur cette question.

En ce qui concerne la note qui a été soumise aux Gouverneurs sous sa propre responsabilité, M. Rey souligne qu'elle vise à résumer les discussions tenues jusqu'à présent par les Suppléants et ne constitue pas un avant-projet de rapport, comme le mandat en a été donné lors du Sommet de Birmingham. En effet, en tirant la leçon de la crise, il serait important de faire une distinction entre les données à inclure, d'une part, dans le rapport des Gouverneurs aux Ministres et, d'autre part, dans celui destiné aux besoins internes du Comité.

En ce qui concerne les deux questions mises en relief dans l'ordre du jour annoté du Président, s'agissant de la possibilité de maintenir les taux de change, il y a un vaste consensus sur le fait que les données fondamentales doivent être absolument saines. Plusieurs Suppléants ont souligné qu'à cette fin un simple examen des divergences des taux d'inflation ou d'indicateurs plus sophistiqués de compétitivité ne suffit pas et qu'une étude complémentaire s'impose sans doute. Les marchés sont également sensibles à quelques éléments prospectifs, qui peuvent être repris dans le concept de crédibilité des politiques. Il est largement reconnu que l'évaluation de la crédibilité des politiques internes est un complément nécessaire à l'analyse des indicateurs des résultats macro-économiques. Les opinions divergent en ce qui concerne les réponses à apporter à la deuxième question de l'ordre du jour annoté, qui concerne les voies et moyens de défendre les taux de change contre les pressions du marché. Ces divergences portent sur la mesure dans laquelle le fardeau de la défense doit être partagé selon un concept de symétrie ou de responsabilité collective ainsi que sur le poids à assigner aux divers instruments pour contrer les pressions. Ces différences ont été prises en compte dans sa note.

Enfin, un consensus croissant se manifeste à l'égard des politiques de réalignement. S'il est généralement admis que la gestion du SME doit tenir compte des perspectives de l'Union économique et monétaire, elle ne peut pas anticiper les situations qui prévaudront au cours de la troisième phase. Les réalignements demeureront donc pendant quelque temps une mesure légitime dans certaines circonstances; aussi importe-t-il de réaffirmer l'accord réalisé à Bâle/Nyborg selon lequel les réalignements doivent être effectués au moment opportun. La question qui en découle concerne la contribution éventuelle que le Comité des Gouverneurs devra fournir. L'examen des événements récents aboutit-il à la conclusion que les procédures de surveillance doivent être quelque peu modifiées? Dans ce cas, comment ce changement peut-il être réalisé sans attirer une publicité indésirable et comment peut-on obtenir que de telles délibérations pèsent sur le processus de prise de décision au niveau politique?

### 3. Discussion par le Comité

Le Président propose que le Comité se concentre sur deux questions essentielles: possibilité de maintenir les cours-pivots et comment défendre les cours-pivots lorsqu'ils sont considérés soutenables. En ce qui concerne la première question, il déclare que les taux de change doivent continuer à refléter les positions concurrentielles. Une politique de monnaie forte non soutenue par des politiques internes appropriées conduira à une monnaie surévaluée et compromet donc le Système. Si la convergence signifie des dévaluations fréquentes, cela également mettra le SME en danger. Les décisions prises sur le caractère approprié des cours-pivots et sur la largeur de la bande du MCE devront s'appuyer sur un consensus, qui devra refléter une évaluation commune de la situation du pays concerné en matière de convergence. Quant à la défense des cours-pivots considérés soutenables, les principales divergences d'opinions ont été exposées dans le document de M. Rey: degré de symétrie que devra revêtir la défense des monnaies, rôle que devront jouer les taux d'intérêt. Le Président demande si le Comité peut se rallier à la conclusion du document de M. Rey, à savoir que le recours aux seules interventions ne permet pas de contenir efficacement les tensions. Il convient également d'examiner si un effort supplémentaire peut être fait pour introduire un risque dans les deux sens pour les spéculateurs. Les questions que les Suppléants devront aborder dans le rapport destiné à la réunion informelle ÉCOFIN de mai s'adressent en partie directement aux Gouverneurs et en partie aux Ministres des Finances. Il propose d'avancer la préparation de la section du rapport consacrée au fonctionnement du Système et comportant des recommandations au Comité. L'examen du MCE, qui restera à l'ordre du jour du Comité les prochains mois, devra aussi porter sur le fait de savoir si le Système reflète les données fondamentales dans les États membres. Il propose également que les Gouverneurs tiennent de temps à autre des réunions restreintes pour discuter de la structure des taux de change.

M. Ciampi déclare être entièrement d'accord avec les remarques du Président. Il souligne que le Système dans son ensemble doit impérativement survivre. L'étude de M. Rey est un excellent document de travail dans lequel M. Ciampi trouve quelques points soulevés dans sa lettre du 6 novembre. Le Comité devra essayer d'élaborer un document unitaire, même avant mai. Le Comité peut prétendre avoir géré le SME avec succès jusqu'en juin 1992; des mesures devront être prises à présent pour que le SME réacquière le prestige entamé ces derniers mois. Le projet de l'UEM a changé la nature du SME, qui doit être considéré maintenant comme une transition vers cet objectif. Voici les observations qui se dégagent des événements récents. Premièrement, l'accumulation de déséquilibres réels entre les pays se traduit en fin de compte par de vifs accès de fièvre nécessitant des réalignements de grande ampleur. Deuxièmement, si tel est le cas, un réalignement doit avoir lieu et être crédible en raison des monnaies concernées et des modifications de parités convenues. Sans ce réalignement global, les monnaies seront soumises à des pressions les unes après les autres. Troisièmement, le retard mis à reconnaître les déséquilibres sous-jacents et les réalignements différés se traduisent par une perte de crédibilité qui peut entraîner des tensions, même en l'absence de tels déséquilibres entre les monnaies; c'est ce que l'on peut observer actuellement. Le Comité devra mettre

au point des procédures susceptibles de lui permettre d'évaluer le caractère approprié des parités de chaque monnaie et par conséquent de la grille des parités. Il devra effectuer une surveillance régulière. Des pressions doivent être exercées sur les pays souffrant de déséquilibres fondamentaux pour les inciter à prendre des mesures. Il s'ensuit que des méthodes devront être conçues pour que les marchés reconnaissent que la défense des parités considérées appropriées est effectuée par le Système dans son ensemble. Cela contribuera à réduire le montant des interventions et l'évolution des écarts de taux d'intérêt. Enfin, les Gouverneurs devront parvenir à leurs conclusions dès que possible, même si cela nécessite des séances extraordinaires.

M. Doyle déclare que l'étude de M. Rey couvre admirablement les questions auxquelles il convient de faire face. Il estime néanmoins extraordinaire que, malgré l'accord sur le sérieux des défis auxquels est confronté le Système, il semble difficile de s'entendre sur la nature du problème et sur l'ampleur des actions requises pour y porter remède. La principale leçon que l'on peut tirer des événements récents est que le Système, et pas simplement les diverses monnaies, est confronté à un problème qui devra être abordé collectivement par ses membres. En ce qui concerne la possibilité de maintenir les cours-pivots, on peut faire une nette distinction entre la question des résultats macro-économiques et la manière de définir le caractère approprié des parités d'une part, et leur crédibilité de l'autre. Pour ce qui est du jugement objectif sur les résultats macro-économiques, le Conseil ÉCOFIN essaye depuis quelque temps de mettre au point un système acceptable de surveillance mutuelle des politiques économiques des États membres et de leur incidence sur les parités de change. Côté crédibilité, il est difficile de tolérer que le jugement des autorités sur le caractère approprié de la parité de telle ou telle monnaie soit supplanté par le jugement des opérateurs du marché. Il convient de suivre la logique de l'Accord de Bâle/Nyborg: s'il y a accord mutuel, il faut défendre les parités conjointement. À cette fin, les mesures prises par les pays dont les monnaies sont sous pression devront être soutenues par une action correspondante de la part des pays à monnaie forte. Selon les circonstances, les solutions retenues peuvent aller des déclarations de soutien à l'ajustement concerté des taux d'intérêt, en passant par les interventions intramarginales concertées. Le taux au jour le jour en Irlande a été fixé à deux reprises à 100% au cours des deux mois précédents pour contrer la spéculation, bien que le soutien fourni au marché l'ait été pour l'essentiel à des taux sensiblement plus bas. Les mesures correspondantes prises par les pays à monnaie plus forte ne doivent pas nécessairement prendre la forme de réduction des taux d'intérêt directeurs, mais il devrait être possible de concevoir un instrument susceptible de peser sur les entrées spéculatives à des moments cruciaux. M. Doyle est conscient des difficultés des autorités allemandes pour modifier leurs taux débiteurs, mais se demande si les mêmes considérations s'appliquent aux taux créditeurs. Peut-on envisager la possibilité de ne pas rémunérer les entrées spéculatives à court terme, voire de leur appliquer un taux d'intérêt négatif de pénalisation? Enfin, tout en ne proposant pas l'application de contrôles des capitaux, il estime qu'il importe de s'attaquer aux mouvements irresponsables, qui ne peuvent se concilier avec le principe hautement souhaitable de la liberté de circulation. Trois éléments distincts peuvent être discernés dans les pressions à la vente de la livre irlandaise au cours des deux derniers mois. Premièrement, on a

assisté à des conversions de très grande ampleur de livres irlandaises, de la part surtout de résidents, en livres sterling après la dévaluation de celle-ci. Cela peut se concevoir compte tenu du volume énorme d'échanges commerciaux et des mouvements de personnes entre le Royaume-Uni et l'Irlande. La deuxième composante est due à la pression à la vente de la part des détenteurs non résidents de titres d'État irlandais, principalement les investisseurs allemands, qui ont anticipé une dévaluation de la livre irlandaise; cela également peut se comprendre, même si le mouvement a revêtu une plus grande ampleur que prévu. Cependant, un nouvel élément est apparu durant la semaine écoulée lorsque plus de cinquante banques à travers l'Europe ont constitué pratiquement en même temps des positions courtes en livres irlandaises, sans lien avec des opérations de placement ou des échanges commerciaux. Il a le sentiment qu'il convient d'étudier la possibilité de freiner ce genre d'activité spéculative.

Le Président déclare qu'il a demandé parfois aux banques si de telles transactions sont initiées par elles-mêmes ou si elles résultent des ordres de la clientèle. Comme cette dernière hypothèse semble être la bonne, il est difficile de savoir ce qu'il convient de faire.

M. Doyle déclare qu'il considère comme une coïncidence extraordinaire que cinquante banques, dont certaines n'ont jamais opéré en monnaie irlandaise, parviennent toutes à la même conclusion. En outre, si la plupart des transactions se situaient individuellement bien à l'intérieur des limites opérationnelles d'un cambiste, au total elles représentaient un montant considérable par rapport à l'importance de la monnaie attaquée.

M. Schlesinger déclare, eu égard à la suggestion de M. Doyle, que si des réserves obligatoires de 100%, par exemple, étaient imposées à tout accroissement des dépôts de la part de non-résidents, ces opérations émigreraient vers d'autres centres financiers; ni la détention de dépôts en deutsche marks ni le taux de change ne seraient affectés par de telles mesures. D'autres moyens de combattre la spéculation dans un pays donné ne seraient probablement pas plus efficaces, d'ailleurs, puisque les transactions dans une monnaie ne sont pas limitées au pays d'émission. Il est plus important à son avis d'examiner la question de base de l'objectif du SME, qui a été mis en place pour engendrer une plus grande stabilité monétaire au sein de la Communauté, et non seulement pour assurer une stabilité accrue des taux de change. Les événements qui se sont produits depuis septembre 1992 ont montré qu'il est impossible de défendre des taux de change qui ne reflètent pas les données fondamentales de l'économie. Une divergence croissante des taux d'inflation entre les États membres signifie en fin de compte que le seul remède consiste à modifier les parités. Il n'a jamais été établi que les parités ne peuvent être ajustées au cours des première et deuxième étapes de l'UEM et cela doit être clairement affirmé. Il pense comme le Président que les Gouverneurs devront tenir des réunions restreintes. En ce qui concerne la question de la définition de la symétrie, celle-ci n'existe pas si une monnaie est obligée de renoncer à sa lutte contre l'inflation et de prendre des mesures susceptibles d'encourager la hausse des prix. Si les autorités des monnaies ancrées sont empêchées de préserver la stabilité des prix dans leur pays, la stabilité de l'ensemble du Système risque d'être menacée. Il convient de se pencher également sur les règles qui régissent le Système; il y a deux

conditions essentielles. Premièrement, l'ampleur des interventions obligatoires doit être limitée et les soldes nets du financement de telles interventions doivent être remboursés dès que possible en monnaie créancière, de manière à inverser l'expansion de la base monétaire et de la masse monétaire dans les pays créanciers. Si la masse monétaire connaît une expansion durable, l'inflation en est encouragée. Deuxièmement, comme le dit M. Rey dans son rapport, des mesures s'imposent pour faire échec à la croyance du marché selon laquelle la spéculation est gagnante à tous les coups. Jusqu'à présent, les spéculateurs ont été en grande partie exposés à l'alternative suivante: réaliser un bénéfice important ou encourir une perte minime dans ce qui est perçu comme un système à taux fixes. Pour y faire face, on peut permettre à une monnaie de se déplacer de la bande étroite à la bande large pendant un certain temps ou procéder à des réalignements en temps opportun.

M. Leigh-Pemberton déclare qu'il est paradoxal que les monnaies actuellement sous pression sont celles de pays qui enregistrent les meilleures performances en matière d'inflation. Au moment où la livre sterling a dû quitter le MCE, le résultat du Royaume-Uni en matière de hausse des prix était le plus favorable depuis près de quatre ans. Il y a donc une divergence entre les statistiques relatives aux données fondamentales de l'économie et la crédibilité que les marchés attribuent à ces statistiques.

Pour M. de Larosière, la question de savoir comment assurer le maintien des taux de change au sein du SME doit être considérée de deux points de vue complémentaires. Premièrement, des méthodes permettent d'ores et déjà de calculer les taux de change effectifs. Deuxièmement, la divergence doit également être mesurée par rapport à un certain nombre d'autres critères économiques, tels que ceux retenus dans le Traité de Maastricht. Il ne pense pas que de nouveaux indicateurs de compétitivité doivent être envisagés. Il partage la proposition de M. Rey invitant le Comité à surveiller les divergences sur une base plus continue; il convient donc de procéder à un exercice de surveillance à intervalles réguliers et les Gouverneurs devront se réunir en séance restreinte pour discuter des résultats. En ce qui concerne la manière de défendre les parités jugées appropriées, il estime que les divers instruments disponibles - tels que taux d'intérêt, interventions et mouvements au sein de la bande du MCE - devront être utilisés de façon pragmatique selon l'importance de la spéculation qui frappe une ou plusieurs monnaies. Pour ce qui est de la question du partage des responsabilités, la défense d'une monnaie bénéficiant de données économiques fondamentales considérées comme saines doit être effectuée avec la solidarité des membres du Système dans le cadre d'une action coordonnée. La solidarité montrée par le pays à monnaie ancre en soutien des monnaies d'autres pays de la Communauté qui mettent en oeuvre des politiques de stabilité monétaire et dont les données fondamentales sont saines renforcera la stabilité du Système dans son ensemble, sans compromettre la solidité de la monnaie du pays servant de point d'ancrage. Pour sa part, la monnaie ancre ne peut remplir correctement son rôle que si le dosage des moyens d'action est équilibré dans le pays considéré. Du point de vue de la France, le dosage actuellement imparfait en Allemagne exerce une influence déstabilisatrice sur la politique monétaire française; plus cette dernière doit être resserrée pour préserver la parité franc/deutsche mark, plus le marché est convaincu que l'orientation de la

politique monétaire en France ne pourra être maintenue. Cependant, la modification de la politique et le découplage franc/deutsche mark se traduiront par de l'inflation importée en France. En conséquence, partager la responsabilité de la défense des parités ne revient pas à enlever la responsabilité du pays de la monnaie attaquée; cela signifie plutôt que les autorités des monnaies plus fortes acceptent également leur responsabilité. Il rappelle que le système de Bretton Woods a échoué parce que le pays de la monnaie ancre de l'époque avait adopté un dosage imparfait de la politique économique; il appartient donc au plus haut point à la monnaie ancre d'exporter la stabilité vers tous les autres membres du Système.

En ce qui concerne la pénalisation des capitaux spéculatifs, deux types de mouvements ont été décelés. Premièrement, il s'agit de flux relatifs aux transactions commerciales. Selon la perception de la position de telle ou telle monnaie, il peut apparaître assez normal que les exportateurs diffèrent la conversion du produit de leurs ventes dans leur monnaie; de même, les importateurs ont peut-être tendance à payer en avance. Deuxièmement, il est normal que les investisseurs essayent de se protéger contre les risques monétaires; cela a été en grande partie à l'origine des sorties de capitaux observées en septembre et décembre 1992. Mais il y a une troisième catégorie de mouvements de capitaux qui a trait aux décisions de constituer des positions courtes dans une monnaie particulière pour des raisons spéculatives. Il est sensible à l'argument de M. Schlesinger selon lequel si de tels mouvements étaient pénalisés par l'imposition de réserves obligatoires à 100%, par exemple, il en résulterait un déplacement des transactions dans une monnaie particulière vers un autre marché. Il convient avec M. Doyle qu'une réaction collective devrait être possible mais, pour être efficace, elle devrait s'étendre au delà des pays de la Communauté. Une telle coordination serait difficile, mais le Comité peut contribuer à l'examen des voies et moyens permettant de renchérir les mouvements spéculatifs.

M. Schlesinger déclare qu'il y a de grandes différences entre le rôle actuel du deutsche mark et le rôle ancre du dollar EU dans le système de Bretton Woods. Les États-Unis avaient subi des sorties de capitaux à ce moment-là, alors que c'est le contraire qui se passe actuellement en Allemagne.

M. de Larosière répond que, dans les deux cas, le pays de la monnaie servant de point d'ancrage a mis en oeuvre un dosage inapproprié de la politique économique, ayant conduit à une accélération de l'inflation aux États-Unis au début des années soixante-dix et à un relèvement des taux d'intérêt en Allemagne actuellement. Les deux phénomènes ont entraîné des difficultés pour les pays partenaires.

M. Jaans déclare que la libéralisation totale des mouvements de capitaux n'est en effet pas sans conséquences. Il n'est pas surprenant que le Système se soit déstabilisé et ait été le siège d'importants mouvements de capitaux étant donné que dans le processus de l'UEM il est prévu que chaque monnaie nationale devienne entièrement convertible avant sa disparition lors de la troisième phase. Dans le cas de la livre irlandaise, des mouvements spéculatifs de cette ampleur ne se seraient pas produits si la capacité des non-résidents d'emprunter des livres irlandaises avait été freinée par les

contrôles des capitaux; le rapport préparé par les Suppléants devra souligner ce point. Il ne se montre cependant guère optimiste en ce qui concerne la possibilité de freiner les spéculateurs compte tenu de la faculté de négocier librement à présent toutes les monnaies des pays membres dans de nombreuses parties du monde et non simplement dans la Communauté.

Le Comité convient de ce qui suit: premièrement, les Suppléants préparent le rapport à temps pour la séance de mars des Gouverneurs; deuxièmement, les Gouverneurs doivent tenir des réunions restreintes sur une base régulière pour surveiller le Système, la première devant avoir lieu avant la séance de mars; troisièmement, la question de savoir comment pénaliser les positions à court terme prises par les spéculateurs doit d'abord être examinée par les Suppléants, qui souhaiteront probablement consulter des experts.

M. Ciampi déclare souscrire aux commentaires de M. Doyle. Il pense qu'il est indiqué de demander à un des sous-comités existants ou de créer un groupe ad hoc en vue d'étudier les mouvements spéculatifs. Des contacts pourront également être établis avec quelques participants du marché. En outre, il peut se révéler utile de se mettre en rapport avec le Comité Dini.

M. Rey confirme que les Suppléants sont prêts à étudier les questions soulevées, mais il doit faire preuve de prudence compte tenu de l'étude du Groupe des Dix qu'effectue actuellement le Comité Dini. Les Suppléants ne devront pas aller à l'encontre des buts poursuivis par le Comité du Groupe des Dix.

Le Président conclut la discussion en déclarant que M. Rey et M. Dini doivent se mettre en rapport de façon que leurs comités respectifs ne poursuivent pas des buts opposés.

## **V. Travaux futurs du Comité**

Le Président déclare que, en plus des questions de la note du Secrétariat devant être examinées par le Comité en 1993, trois autres groupes d'activités devront être abordés. Premièrement, le Comité doit présenter un rapport à l'ÉCOFIN sur les leçons à tirer de la récente crise de change. Deuxièmement, il devra étudier sa recommandation pour un président externe de l'IME conformément à l'article 9.3 des statuts de cet institut. Le Comité devra partir de l'hypothèse que, quelle que soit l'évolution du processus politique au cours de l'année 1993, l'IME sera créé le 1er janvier 1994. Il propose de tenir des conversations bilatérales avec chaque Gouverneur au cours des prochains mois pour voir comment la recommandation doit être faite. Troisièmement, pour ce qui de la préparation de l'instauration de l'IME, il convient de mettre l'accent sur la politique du personnel et sur les modalités de financement de l'IME. Il suggère que le Secrétariat prépare une note avec des propositions sur la manière de financer l'IME. En outre, il faudrait demander aux chefs du personnel d'accélérer leur travail sur les possibilités de mettre en place une structure du personnel et des conditions d'emploi de l'IME.

M. Schlesinger déclare que les chefs du personnel devront se limiter à étudier la catégorie de personnel requise pour permettre à l'IME de remplir ses tâches, sans se prononcer sur la question de l'importance des effectifs, qui devra être réglée par les Gouverneurs.

Le Président confirme que les chefs du personnel examineront uniquement les conditions d'emploi et non le nombre de personnes requises. Sur une autre question, il demande aux Gouverneurs des banques centrales qui ont déjà pris des mesures destinées à rendre leur institution plus indépendante, ou qui envisagent d'en prendre, d'en fournir une brève description au Comité. Ultérieurement, le Comité pourra envoyer une note aux Ministres des Finances pour les informer du stade auquel les divers pays sont parvenus sur la voie de l'indépendance des banques centrales.

M. Rojo déclare qu'un projet a été préparé par le gouvernement espagnol et doit être présenté au Parlement dans un proche avenir. Le gouvernement est d'accord sur l'ensemble des aspects essentiels du projet de loi, même si quelques questions doivent encore être discutées. Il enverra aux Gouverneurs une copie du projet de loi dès qu'il sera finalisé ainsi qu'une note exposant ses principales caractéristiques.

M. Christodoulou déclare qu'en Grèce un projet de loi doit être soumis au Parlement avant la fin février; il se demande si cette procédure ne doit pas être différée, en attendant de voir ce que font les autres pays.

Le Président déclare qu'il n'est pas envisagé d'adopter une approche uniforme; le Comité aimerait recevoir une note indiquant les modifications de la législation en cours en Grèce.

M. Rey déclare que les Suppléants ont examiné un avant-projet du rapport annuel du Comité et ont convenu d'y inclure une section décrivant le statut actuel des banques centrales et les progrès en cours dans les États membres sur la voie de l'indépendance de la banque centrale.

M. Doyle déclare qu'il convient de faire la distinction entre l'adaptation de la législation dans la Communauté aux principes fixés dans le Traité de Maastricht et la question peut-être plus importante de savoir comment elle sera appliquée en pratique.

Le Président déclare que la pratique découlera de la législation mise en place.

## **VI. Travaux préparatoires pour le passage à la phase finale de l'UEM**

M. Rey déclare que les Suppléants ont examiné le rapport intérimaire du Groupe de travail sur les statistiques intitulé "Catalogues of users requirements in the field of money and banking, balance of payments, financial accounts and ECU statistics and current conceptual follow-up". Dans ce rapport, le Groupe a procédé à une évaluation préliminaire des besoins statistiques de l'IME et du SEBC, sur la base des informations reçues des trois sous-comités du Comité, de l'Unité économique ainsi que, conformément au mandat du Groupe, de la Commission. Le Groupe de travail, en contact étroit avec les groupes d'utilisateurs, mettra régulièrement des catalogues à jour. Pour l'heure, le rapport n'implique aucun engagement de la part des banques centrales de modifier le système de collecte des données ou de recueillir des données supplémentaires. Son seul objectif est de

fournir un cadre de référence pour les démarches à effectuer par le Groupe de travail dans un futur immédiat, consistant en la préparation des inventaires de données disponibles par pays, l'évaluation des lacunes dans ces données et l'identification des besoins d'harmonisation dans le cadre de l'IME. Les Suppléants proposent que les Gouverneurs approuvent le rapport et soulignent que le Groupe de travail devra dûment tenir compte de l'aspect coût lorsqu'il fera des propositions durant les phases ultérieures de son activité pour faire disparaître le décalage entre les besoins des utilisateurs et les données disponibles et pour favoriser l'harmonisation dans le cadre de l'IME.

Le Comité approuve le rapport du Groupe de travail.

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

### 1. Dépenses du Comité au troisième trimestre de 1992 et dépenses de fonctionnement des sous-comités et groupes de travail en 1993

Au nom du Comité d'affaires financières, M. Doyle déclare que les dépenses du troisième trimestre du Comité ont été conformes à la projection révisée. Les détails sur les dépenses encourues au quatrième trimestre seront disponibles en février; un rapport sera présenté aux Gouverneurs à leur séance de mars sur les résultats de 1992 et les prévisions pour 1993.

En ce qui concerne les dépenses de fonctionnement prévues pour 1993 des sous-comités et groupes de travail, il souligne que près de 50% des estimations concernent l'interprétation et la traduction. D'importantes économies pourraient être réalisées si tous les membres des sous-comités et groupes de travail utilisaient passivement l'anglais (c'est-à-dire qu'il n'y aurait pas d'interprétation à partir de l'anglais dans les autres langues mais que le français et l'allemand pourraient être parlés avec interprétation en anglais). En outre, des économies seraient possibles si les rapports préparés par les sous-comités ou groupes de travail étaient uniquement élaborés en anglais.

M. Rey déclare que les Suppléants ont brièvement examiné cette question et que les Suppléants allemand et français ont tous deux émis des objections à l'encontre de cette suggestion. Le Suppléant allemand ne peut accepter une formulation faisant de l'allemand une langue secondaire de la Communauté; et le Suppléant français a estimé que cette proposition va à l'encontre des règles de la Communauté et du principe de l'égalité de traitement de toutes les langues. Plusieurs autres Suppléants sont favorables à la proposition. Il est également mentionné que le Comité s'est conformé aux règles communautaires dans ses rapports avec les autres organismes de la Communauté, comme le prouve la décision d'adresser le rapport annuel au Parlement européen dans les neuf langues de la Communauté. Mais le Comité en tant que tel est libre de fixer ses propres règles internes. Quelques Suppléants estiment qu'il est bon de faire la part, le cas échéant, entre le travail où les langues sont traitées sur la base de considérations politiques et celui qui devra être principalement effectué en fonction de nécessités opérationnelles.

M. Schlesinger soutient le point de vue du Suppléant allemand et ne peut accepter aucune différenciation entre les langues de la Communauté.

M. de Larosière déclare qu'il peut se révéler nécessaire d'effectuer l'interprétation dans les deux sens dans certains groupes de travail traitant de questions techniques.

Le Comité convient de ne pas modifier le système actuel et approuve les projections de dépenses de fonctionnement des sous-comités et groupes de travail en 1993.

## **2. Relations avec les syndicats**

M. Hoffmeyer déclare qu'un résumé succinct de sa rencontre avec les représentants des syndicats a été diffusé par le Secrétariat. Les représentants ont accepté que le Comité ne puisse négocier avec les syndicats au nom de l'IME, étant donné qu'il n'a pas de mandat à cette fin. Ils ont soulevé deux questions sur lesquelles les Gouverneurs devront prendre une décision. Premièrement, en ce qui concerne le travail qu'effectuent actuellement les chefs du personnel, ils souhaitent remettre un document au représentant de la Banque de France, qui a été chargé d'examiner la question de la représentation du personnel et des relations avec les syndicats. Deuxièmement, ils aimeraient discuter de temps en temps de questions qui apparaissent au cours du travail préparatoire avec les spécialistes des banques centrales. À cet égard, M. Hoffmeyer propose que les invitations passent nécessairement par le Comité des Gouverneurs et que les représentants des syndicats ne soient pas autorisés à inviter directement les Suppléants ou les experts concernés. Il suggère que la réponse du Comité soit transmise par écrit par son nouveau président.

Le Président déclare approuver l'approche adoptée par M. Hoffmeyer. Il propose que le Comité ne fasse pas obstacle à l'établissement de contacts entre les représentants de la Banque de France et des syndicats.

M. Schlesinger souhaite clarifier un point, à savoir qu'il doit être possible de remettre des documents à la Banque de France sans faire état de positions.

M. Hoffmeyer répond qu'il sera difficile au Comité de dire qu'il n'accepte pas d'invitations, mais que, si les syndicats souhaitent inviter un expert à des fins de discussion, ils pourront le faire par l'intermédiaire du Comité des Gouverneurs, qui devra décider si l'invitation doit être acceptée.

Le Président déclare que les représentants des syndicats lui ont demandé une entrevue; il propose de tenir une réunion vers le milieu de l'année.

## **3. Nomination d'un cadre au Secrétariat**

Le Comité décide de nommer M. Pineau cadre du Secrétariat.

Le Président déclare que le Secrétaire général a de plus en plus de difficultés pour recruter des personnes détachées des diverses banques centrales, certaines d'entre elles ne donnant plus suite aux demandes de pourvoir un poste du fait en partie de l'incertitude au sujet du siège de l'IME.

On assiste ainsi à une répartition déséquilibrée des nationalités et il pourrait y avoir une détérioration des qualifications professionnelles des candidats. Il incite tous les Gouverneurs à se montrer coopératifs pour détacher du personnel adéquat et hautement qualifié auprès du Secrétariat.

**VIII. Date et lieu de la prochaine séance**

La prochaine séance du Comité des Gouverneurs se tiendra à Bâle, le mardi 9 février 1993.

PROCÈS-VERBAL  
272ème SÉANCE DU COMITÉ DES GOUVERNEURS  
le 12 janvier 1993

Sont présents:

Président	M. Duisenberg
Banque Nationale de Belgique	M. Verplaetse M. Rey* M. Michielsen
Danmarks Nationalbank	M. Hoffmeyer Mme Andersen M. Hansen
Deutsche Bundesbank	M. Schlesinger M. Tietmeyer M. Rieke
Banque de Grèce	M. Christodoulou M. Papademos M. Karamouzis
Banco de España	M. Rojo M. Linde M. Durán
Banque de France	M. de Larosière M. Hannoun M. Robert
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. Szász M. Boot M. Bakker
Banco de Portugal	M. Beleza 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.