

PROCES-VERBAL*
DE LA 239e SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS
DES BANQUES CENTRALES DES ETATS MEMBRES
DE LA COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE
TENUE A BALE, LE MARDI 14 NOVEMBRE 1989 A 10 HEURES 30

Sont présents: le Gouverneur de la Banque de Grèce et Président du Comité, M. Chalikias, accompagné par MM. Papademos, Karamouzis et Brissimis; le Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique, M. Verplaetse, accompagné par MM. Rey et Michielsens et Mme de Wachter; le Gouverneur de la Danmarks Nationalbank, M. Hoffmeyer, accompagné par M. Mikkelsen; le Président de la Deutsche Bundesbank, M. Pöhl, accompagné par MM. Schlesinger et Rieke; le Gouverneur du Banco de España, M. Rubio, accompagné par MM. Linde et Durán; le Gouverneur de la Banque de France, M. de Larosière, accompagné par MM. Waitzenegger et Cappanera; le Gouverneur de la Central Bank of Ireland, M. Doyle, accompagné par MM. O'Grady Walshe et Reynolds; le Gouverneur de la Banca d'Italia, M. Ciampi, accompagné par MM. Dini et Santini; le Président de la Nederlandsche Bank, M. Duisenberg, accompagné par M. Szász; le Gouverneur du Banco de Portugal, M. Tavares Moreira, accompagné par MM. Pego Marques et Amorim; le Gouverneur de la Bank of England, M. Leigh-Pemberton, accompagné par M. 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; M. Kees, Secrétaire du Comité monétaire. Assistent en outre MM. Raymond et Dalgaard, Présidents des groupes 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 12 décembre 1989, et comportant par rapport au projet quelques modifications de caractère rédactionnel.

I. Approbation du procès-verbal de la 238e séance

Le Comité approuve le procès-verbal de la 238e 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

Les experts ont noté que le dollar a perdu près de 7% depuis début septembre et qu'on ne parle plus de tendance à la hausse. Plusieurs raisons expliquent cette baisse, en particulier la réduction des différentiels de taux d'intérêt et la déclaration du Groupe des Sept, qui a été suivie par des interventions importantes. Un nouveau repli du dollar semble plus probable qu'une nouvelle fermeté, si différents facteurs se développent tels que l'absence d'une amélioration de la balance commerciale et du budget aux Etats-Unis, la poursuite d'une réduction des différentiels d'intérêt et la stabilisation de la situation politique en Europe.

En ce qui concerne le SME, les experts se sont concentrés sur deux événements, à savoir la hausse des taux d'intérêt en Allemagne et les rumeurs de réalignement. Les taux du marché allemand ont augmenté graduellement de 1% pour le court terme et de 0,5% pour le long terme; les taux officiels ont été relevés de 1% le 6 octobre. La plupart des autres pays de la CEE ont suivi immédiatement ce relèvement. L'Espagne et l'Italie, dont les taux étaient déjà élevés et les monnaies fortes, n'ont pas relevé leurs taux officiels et ont accepté un affaiblissement de leurs monnaies.

Les rumeurs de réalignement ont commencé durant la première quinzaine d'octobre et ont été très intenses autour du 15 octobre; fondées sur des déclarations en Allemagne, elles ont été ressenties dans la plupart des pays participant au mécanisme de change et notamment au Danemark, en Italie, France, Espagne et Irlande. Ces pays ont dû intervenir, parfois massivement, comme par exemple le Danemark qui a vendu en un jour, le vendredi 13 octobre, un montant record de DM 3 milliards.

Les experts ont exprimé des vues différentes sur les conclusions que l'on peut tirer de l'expérience du SME durant les deux derniers mois. Une vue optimiste estime que le mécanisme de change a surmonté les problèmes sans trop de difficultés, malgré un degré avancé de libération des mouvements de capitaux et une longue période de près de 3 ans sans réaligement. Un autre avis soutient que l'expérience récente a montré que la situation dans le SME est peut-être précaire; même des rumeurs relativement vagues sont capables de déclencher des interventions très importantes. Cela souligne la nécessité d'assurer que les cours de change sont toujours convaincants. Dans ce contexte, l'expert de la Bundesbank a relevé que le deutsche mark s'est déprécié en termes réels de 5% depuis le dernier réaligement, période durant laquelle l'Allemagne a enregistré un excédent courant très important et en augmentation.

B. Exposé de M. Papademos

Les Suppléants ont eu tout d'abord un échange de vues sur le repli récent du dollar. Le sentiment du marché à l'égard de celui-ci semble être devenu neutre ou même orienté à la baisse, évolution qui est accueillie favorablement. La nouvelle réduction des écarts de taux d'intérêt est reconnue par tous comme un facteur ayant contribué au déclin récent du dollar, mais l'accord n'est pas général pour dire qu'il s'agit du facteur principal. Certains Suppléants ont souligné le rôle important que les interventions concertées et les déclarations publiques ont joué dans le déclenchement de la baisse du dollar après la réunion du Groupe des Sept. Il a été fait observer que l'importance de la réduction des différentiels de taux d'intérêt ne doit pas être surestimée, étant donné qu'on a connu des périodes au cours desquelles des différentiels réduits ont été associés à un renforcement du dollar.

Les Suppléants ont aussi discuté les politiques appropriées pour s'attaquer aux importants et croissants déséquilibres qui sont enregistrés à l'intérieur de la Communauté en matière de comptes courants. Le Suppléant allemand a souligné que les déséquilibres sont de caractère fondamental et qu'il faudrait y remédier au moyen d'un réaligement des taux de change. En l'absence d'une telle mesure, la République fédérale d'Allemagne importerait de l'inflation et son rôle, en tant qu'ancre de stabilité dans le SME, serait mis en péril. La plupart des Suppléants ont considéré que les déséquilibres des paiements courants pourraient être traités de manière plus efficace en recourant à des mesures de politique interne et en renforçant la coordination des politiques. L'importance, dans certains pays, d'une

amélioration du dosage des politiques a été aussi soulignée. Les ajustements de taux de change ne devraient pas être exclus mais ils devraient jouer un rôle secondaire. Une politique de gestion de la demande n'exerce d'effets qu'avec un délai, mais ses effets dans le sens d'une réduction des déséquilibres sont plus permanents.

En liaison avec cette discussion, mention a été faite des incidences, sur les marchés, de déclarations publiques concernant le caractère désirable d'un réalignement. L'interprétation de ces déclarations par les marchés a été fâcheuse pour certaines monnaies, mais elle fait partie de la liberté d'expression de l'opinion publique. Nombre de Suppléants ont fait valoir que la plus grande retenue devrait être exercée lorsqu'on discute de la question d'un réalignement éventuel.

Les Suppléants ont, en dernier lieu, discuté les politiques de taux d'intérêt dans certains pays de la Communauté et l'usage des monnaies d'intervention.

L'affaiblissement récent du franc belge, malgré une évolution économique favorable, semble être imputable au rétrécissement de l'écart entre les taux d'intérêt belges et allemands.

Le Suppléant britannique a réitéré l'engagement des autorités de son pays de poursuivre la lutte contre l'inflation en maintenant une politique de taux d'intérêt élevés et de monnaie forte. Toutefois, la dépréciation récente du sterling devrait contribuer au processus d'ajustement, tandis que le ralentissement de l'économie interne devrait libérer des ressources pour une expansion des exportations nettes.

En ce qui concerne l'utilisation des monnaies d'intervention, le Suppléant allemand a souligné que, d'après l'Accord de Bâle-Nyborg, les interventions intramarginales ne peuvent être effectuées qu'avec le consentement de la banque centrale émettrice de la monnaie d'intervention; il a cependant fait observer qu'il serait fâcheux de rouvrir le débat sur l'utilisation des monnaies dans les interventions intramarginales. La Deutsche Bundesbank a accepté l'Accord de Bâle-Nyborg à la condition que les autres pays respectent l'obligation d'une notification préalable faite à la banque centrale dont la monnaie est utilisée dans des interventions intramarginales. Si certaines difficultés techniques existent pour respecter cette obligation lors des séances de fixing, elles devraient être examinées et le Suppléant allemand a suggéré que le "Groupe Dalgaard" étudie cette question.

Le Suppléant espagnol s'est rallié à cette suggestion et a indiqué que dans certains cas, durant les séances de fixing, le respect de l'obligation de notification impliquerait un compromis en matière d'objectifs

de taux de change, qui n'est pas acceptable. Il a fait remarquer que les règles et procédures actuelles sont dépassées et devraient être réexaminées. Les interventions pourraient être réalisées, dans la pratique, d'une manière déguisée, mais le Banco de España n'a pas l'intention de recourir à de telles pratiques.

Le Suppléant français a souligné que les conditions sur les marchés des changes changent rapidement, que les décisions d'intervenir doivent être prises sans délai et que cela peut rendre difficile l'information sur les interventions avant leur réalisation. On pourrait résoudre ce problème en établissant des montants minimums dans différentes monnaies à l'intérieur desquels des interventions pourraient être faites sans obligation de notification préalable.

En réponse à une remarque de M. Rubio, le Président indique que le groupe d'experts présidé par M. Dalgaard devra effectivement examiner les problèmes soulevés par les interventions, qui ont été évoqués, et faire rapport aux Gouverneurs.

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 des mois de septembre et d'octobre et des premiers jours de novembre 1989

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

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

Le Président indique que vu le temps limité dont disposent les Gouverneurs et le fait que les questions traitées dans le Rapport des Suppléants exigent un examen approfondi, il propose de renvoyer à décembre la discussion de ce point; il rend compte brièvement du débat qui a eu lieu le lundi 13 novembre au Conseil ECOFIN sur l'Union économique et monétaire, en se limitant à la partie à laquelle il a participé, à savoir la première étape. M. Delors pourra ensuite présenter quelques remarques sur la discussion que les Ministres ont eue plus tard à propos des étapes II et III.

En ce qui concerne la première étape de l'Union économique et monétaire, le Conseil ECOFIN a marqué son accord politique sur les textes des deux propositions concernant les Décisions de 1964 et de 1974, étant entendu que l'adoption formelle devrait avoir lieu à la prochaine session, le 18 décembre 1989, une fois que les avis requis du Parlement européen et du Comité économique et social auront été remis.

Les textes agréés par les Ministres correspondent aux versions incluant les amendements suggérés par le Comité monétaire sous réserve de quelques exceptions; celles qui sont mentionnées ci-après intéressent directement les Gouverneurs et concernent en particulier la Décision 1964.

1. Dans le second "considérant" de la Décision 1964, la Commission avait ajouté, par rapport au projet des Gouverneurs, le terme "social" à la notion de cohésion économique entre les Etats membres; le Comité monétaire avait suggéré de supprimer ce terme mais, à la demande de la Commission, le Conseil a accepté de le réintroduire.

2. Pour l'Article 2a de la Décision 1964, le Conseil a retenu la rédaction des Gouverneurs, soit "le Président du Comité (et pas les membres) est invité à participer aux réunions du Conseil des Ministres toutes les fois que celui-ci délibère sur des questions touchant à la mission du Comité des Gouverneurs". Le Conseil a adopté une position identique à l'égard de la représentation du Comité des Gouverneurs à la surveillance multilatérale du Conseil (Article 7 de la Décision 1974), avec la déclaration ci-après à inscrire à son procès-verbal de séance: "Le Conseil convient que, lors de chacune de ses sessions informelles, auxquelles prennent part les Gouverneurs des banques centrales des Etats membres, il se livrera à un échange de vues sur la politique économique et monétaire dans la Communauté".

3. A l'Article 3, paragraphe 1, de la Décision 1964, le terme "y compris" sera remplacé par "ainsi que" dans le cadre des compétences des banques centrales, les problèmes affectant la stabilité des établissements et des marchés financiers.

4. Le Comité monétaire avait suggéré de supprimer le Conseil européen parmi les organismes auxquels le Comité des Gouverneurs transmettrait son rapport annuel. Le Conseil a réintroduit cette mention, en accord avec le projet des Gouverneurs et la proposition de la Commission; toutefois, il devrait être inscrit au procès-verbal du Conseil qu'il s'agira d'une simple transmission et pas d'une soumission pour discussion ou approbation.

Le Président termine son exposé avec deux remarques. Tout d'abord, il remercie la Commission, et en particulier le Président Delors, pour le

soutien qu'ils ont apporté au consensus réalisé par les Gouverneurs et traduit dans leur projet de la Décision 1964. En second lieu, il suggère que, après avoir entendu les remarques du Président Delors sur la discussion des Ministres sur les étapes II et III de l'Union économique et monétaire, les Gouverneurs engagent éventuellement un échange de vues sur la procédure que le Comité pourrait suivre pour participer au travail préparatoire de la conférence intergouvernementale, dans la ligne des conclusions de la Présidence du Conseil européen de Madrid.

M. Delors confirme que les Ministres des Finances ont donné, hier lundi, un accord politique sur les textes des Décisions 1964 et 1974; l'adoption qui n'a pu avoir lieu uniquement pour des raisons de procédure, à savoir la disponibilité des avis requis, interviendra en décembre.

En ce qui concerne la discussion du Conseil sur les étapes ultérieures de l'Union économique et monétaire, les Ministres ont entendu deux exposés introductifs. Le premier a été présenté par Mme E. Guigou, au nom du groupe des représentants personnels des Ministres des Finances et des Ministres des Affaires étrangères, qui avait été constitué par la Présidence française. Ce document est certainement entre les mains des Gouverneurs et n'a pas besoin d'être commenté. Il suffit de dire que Mme Guigou a indiqué que le mandat du groupe était uniquement de soulever les questions que pose la réalisation des étapes ultérieures de l'Union économique et monétaire, qu'elle a fait mention des réserves du Royaume-Uni qui sont explicitement inscrites dans le rapport; pour le reste, celui-ci a été adopté à l'unanimité par le groupe. Ensuite, le Président du Comité monétaire, M. Sarcinelli, a fait une longue déclaration à titre personnel qui peut se résumer ainsi:

- l'Union économique et monétaire demandera de nouveaux arrangements institutionnels,
- le système européen de banques centrales doit être indépendant mais il faudra discuter de ce que pourraient être ses responsabilités, au stade final, en matière de relations extérieures,
- sans une réussite de la première étape, il sera impossible de passer à l'étape II,
- un transfert de ressources supplémentaires au niveau communautaire est à envisager dans le cadre de l'union économique,
- la responsabilité des instances devant les élus et les gouvernements ("democratic accountability") se pose,
- les problèmes budgétaires sont difficiles, le rapport sur l'Union économique et monétaire a proposé des règles obligatoires pour le

solde du budget et son mode de financement, proposition qui a suscité de vives discussions, y compris au Comité monétaire, - enfin, ce dernier n'a pas eu le temps encore de traiter des problèmes structurels.

Le Président du Comité de politique économique, M. Molitor, a rappelé aux Ministres la diffusion récente d'un avis, préparé par le Comité, sur la coordination des politiques budgétaires.

Le Chancelier de l'Echiquier, M. Major, a présenté le document établi par les autorités britanniques; il a confirmé qu'au cours de la première étape, la livre sterling entrerait dans le mécanisme de change lorsque le temps serait venu; il a indiqué que s'il est en accord avec les objectifs pour les étapes ultérieures de l'Union économique et monétaire, il est en revanche en désaccord avec les moyens d'y parvenir, émettant notamment de fortes réserves sur la nécessité de changements institutionnels. Cette position est non seulement celle du gouvernement britannique mais aussi celle de tous les partis politiques, à la suite d'un débat récent à la Chambre des Communes. M. Major a émis la crainte que le système proposé dans le rapport auquel les Gouverneurs ont participé entraîne les pays de la CEE non pas vers le meilleur taux d'inflation mais vers une moyenne (ce point a fait l'objet ensuite de grandes controverses entre les Ministres); il a terminé en indiquant que la préparation complète et adéquate de la conférence intergouvernementale n'est pas terminée et qu'il serait donc prématuré de fixer la date de la conférence.

Sans entrer dans le détail des différentes interventions des participants au débat, on peut dire que huit pays sur douze ont mentionné explicitement que la proposition britannique ne constituait pas une alternative au rapport du Comité sur l'étude de l'Union économique et monétaire. Trois pays, le Danemark, l'Allemagne fédérale et le Luxembourg n'ont pas fait de déclaration explicite. Neuf pays, à savoir les douze moins le Danemark, le Luxembourg et le Royaume-Uni, ont dit que le rapport du Comité devait rester au centre de la réflexion, certains parlant de "la base de la réflexion", d'autres de "la référence". Le Ministre allemand, M. Waigel, s'est attardé sur les conditions du succès de la première étape et les a résumées en quatre points: une économie de marché ouverte à l'intérieur comme à l'extérieur, la stabilité monétaire, la rigueur budgétaire, l'application du principe de subsidiarité; il a aussi prononcé, pour la première fois, le terme de "fédéralisme".

En ce qui concerne la question liée à la fixation de la date de la conférence intergouvernementale, huit pays ont considéré que la préparation

de celle-ci était pleine et adéquate; deux pays, l'Allemagne fédérale et le Danemark, ne se sont pas prononcés; deux pays, le Luxembourg et le Royaume-Uni, ont estimé que la préparation n'était pas pleine et adéquate.

La Commission a indiqué qu'elle remettra, en avril prochain, un document à la présidence irlandaise, qui exprimera son point de vue sur les avantages et les contraintes de l'Union économique et monétaire et s'efforcera de répondre aux questions qui sont posées. Ce document sera soumis à la discussion du Comité des Gouverneurs et du Comité monétaire ainsi que des Conseils Affaires étrangères et Finances. En outre, la Commission étudiera le document britannique avec une pleine disponibilité intellectuelle et politique.

Plusieurs pays, notamment la Belgique, la France, l'Italie, les Pays-Bas et le Portugal, ont critiqué la proposition britannique au nom d'éléments économiques et ont estimé qu'elle ne représentait pas une bonne voie pour réaliser les objectifs retenus. Nombre de Ministres ont cependant noté, avec satisfaction, l'évolution du Royaume-Uni à l'égard de la première étape et en particulier l'éloge du Système monétaire européen. D'autres Ministres, délaissant le seul côté économique, ont considéré que la discussion de l'Union économique et monétaire révèle en fait deux visions différentes du futur politique de l'Europe.

M. Ciampi remercie le Président Delors pour son exposé très intéressant et indique que, sans faire de formalisme, il faudrait éviter à l'avenir que le Comité des Gouverneurs présente des textes qui sont ensuite passés au crible par le Comité monétaire; une telle procédure n'est pas bonne.

M. de Larosière s'associe à la remarque de M. Ciampi.

M. Doyle s'associe également à la remarque de M. Ciampi et pose une question à propos du texte retenu par le Conseil pour l'Article 2a de la Décision 1964. Selon cet article, le Président du Comité des Gouverneurs sera invité à participer aux réunions du Conseil des Ministres et représentera donc les Gouverneurs, ce qui est tout à fait normal. Mais ces derniers, qui avaient déjà le droit de participer aux réunions, seront-ils désormais privés de ce droit par la nouvelle Décision?

M. Delors rappelle que le seul problème qui a été discuté en présence des Gouverneurs à la réunion informelle du Conseil ECOFIN à Antibes était le suivant: peut-on obliger les Gouverneurs à participer à des sessions formelles du Conseil ECOFIN lorsqu'il y a un exercice dit de surveillance multilatérale? Plusieurs Gouverneurs ayant exprimé des réticences à cet égard, le Conseil n'a pas insisté. Par conséquent, on peut résumer la

situation de la manière suivante: le Président du Comité des Gouverneurs est invité à toutes les séances du Conseil des Ministres de l'Economie et des Finances; deuxièmement, les Gouverneurs participent aux deux réunions informelles par an de ces Ministres et, troisièmement, rien n'empêche un Gouverneur, avec l'accord de son Ministre, d'accompagner celui-ci à toutes les sessions du Conseil ECOFIN s'il le désire. Le point de vue qui avait été exprimé par le Comité des Gouverneurs a donc été retenu, en fin de compte, par les Ministres.

M. Pöhl comprend que le Président du Comité des Gouverneurs est invité à participer aux séances du Conseil s'il y a des questions à l'ordre du jour touchant la mission du Comité, mais qu'il ne participera pas d'une manière systématique à toutes les séances; il désire toutefois vérifier cette interprétation.

M. Delors confirme que le Président du Comité des Gouverneurs devrait être invité chaque fois que le Conseil traitera de questions impliquant les tâches du Comité, mais que, bien entendu, il peut ne pas participer aux séances.

M. Pöhl comprend que chaque Ministre des Finances est libre de se faire accompagner par le Gouverneur de la banque centrale, mais il rappelle que son intervention à Antibes était différente. Pour des raisons juridiques et de fond, la politique monétaire de la Deutsche Bundesbank ne peut pas être soumise à la procédure de surveillance du Conseil des Ministres. Les politiques monétaires des banques centrales de la Communauté doivent être discutées et coordonnées, dans le cadre de leur Comité, entre les Gouverneurs qui font ensuite, de manière autonome, un rapport aux Ministres.

M. Pöhl reconnaît que l'organisation constitutionnelle varie selon les pays mais il a fait remarquer que la situation en Allemagne fédérale explique son opposition, déclarée à Antibes, à la participation des Gouverneurs, comme un devoir, à l'exercice de surveillance multilatérale.

M. Duisenberg se réfère au souhait de M. Ciampi que, à l'avenir, le Comité des Gouverneurs s'abstienne de préparer des textes qui sont ensuite passés au crible par le Comité monétaire. Une telle position appelle quelques remarques. Les Gouverneurs ont déjà indiqué dans le rapport du "Comité Delors" que les tâches de leur Comité devraient être révisées; ils ont rédigé un premier projet, mais il apparaît assez inévitable que leurs vues soient coordonnées avec celles des Ministres des Finances. Ces derniers, comme la Commission, sont donc libres de solliciter l'avis également du

Comité monétaire, à propos d'un document préparé par le Comité des Gouverneurs, sans que cela implique que celui-ci soit subordonné au Comité monétaire.

M. de Larosière rappelle que les Gouverneurs ont été invités à présenter leurs vues sur les fonctions du Comité des Gouverneurs et ils l'ont fait par écrit. La décision formelle appartient évidemment au Conseil et il est normal que les Ministres puissent avoir un avis un peu différent de celui des Gouverneurs. En revanche, il n'est pas normal que la proposition de texte présentée à l'unanimité par les Gouverneurs et qui concerne la mission de leur Comité soit revue en détail et rerédigée par un organisme où les Gouverneurs sont représentés par leurs associés. Il aurait été préférable que le texte des Gouverneurs passe directement au Conseil et que chaque Directeur du Trésor présente éventuellement des remarques à son Ministre, lequel peut en tenir compte ou pas. Il importe d'éviter qu'un organisme dans lequel des responsables des banques centrales siègent à côté de collègues des Ministères des Finances se ressaisisse des travaux du Comité des Gouverneurs et rerédige les textes.

M. Delors précise que la Commission s'en est tenue strictement au texte des Gouverneurs et l'a défendu jusqu'au moment où les Ministres ont abouti à un accord politique sur le texte. La Commission avait parfaitement compris que le projet préparé par les Gouverneurs reflétait un accord entre eux et que tout changement constituait une opération négative par rapport aux efforts faits pour adopter une position unanime. Le Président de la Commission a mis en garde le Conseil sur ce point.

M. Pöhl indique qu'il était d'accord avec la substance d'un changement que le Secrétaire d'Etat allemand aux Finances a proposé en ce qui concerne l'Article 3, paragraphes 3 et 4, de la Décision 1964. Les Ministres ont le droit de modifier le projet établi par les Gouverneurs mais il n'est pas acceptable que le Comité monétaire devienne en quelque sorte le contrôleur ou l'instance de recours après le Comité des Gouverneurs. Cela a déjà été dit dans le passé et pourrait être redit officieusement par le Président du Comité des Gouverneurs.

MM. Duisenberg et Ciampi se rallient à l'esprit des remarques faites par M. de Larosière et M. Pöhl sur ces problèmes de procédure.

Le Président invite M. Papademos à rendre compte de la discussion des Suppléants sur le système de surveillance des politiques monétaires, proposé par M. Hoffmeyer.

Exposé de M. Papademos sur l'établissement d'un système commun de surveillance des politiques monétaires

Ainsi qu'il a été indiqué dans la lettre du 7 novembre 1989 par laquelle le Président du Comité des Suppléants a adressé aux Gouverneurs le Rapport des Suppléants sur l'organisation du Comité des Gouverneurs, les Suppléants ont eu un échange de vues sur la question soulevée dans la lettre du Gouverneur Hoffmeyer, datée du 28 juillet 1989. La discussion s'est fondée sur une note de M. Mikkelsen, en date du 7 novembre 1989, qui a été distribuée aux Gouverneurs aujourd'hui. Les principaux éléments de ce premier échange de vues sur cette question peuvent être résumés comme suit.

1. Tous les Suppléants sont favorables à une analyse plus systématique des politiques monétaires de manière prospective, afin de renforcer la coordination des politiques monétaires des pays membres. Cela s'accorderait avec les nouvelles tâches du Comité des Gouverneurs prévues pour la première étape de l'Union économique et monétaire.

2. Les Suppléants sont d'accord que tout système de surveillance des politiques monétaires plus systématique et plus communautaire devrait être fondé sur une compréhension commune des objectifs finals à poursuivre. L'objectif principal devrait être la stabilité des prix, ainsi qu'il est précisé dans l'amendement proposé à la Décision de 1964. Etant donné que cet objectif ne peut pas être réalisé immédiatement dans certains pays, il serait nécessaire de prévoir des différences dans le rythme et les méthodes avec lesquels cet objectif serait atteint.

3. En ce qui concerne la méthodologie, la plupart des Suppléants ont marqué une préférence pour un système de surveillance souple, mentionnant plusieurs raisons, en particulier:

- durant la première étape, les décisions de politique resteront de la compétence des autorités nationales,
- l'absence d'expérience pratique d'un tel système milite en faveur d'une mise en oeuvre selon un processus d'apprentissage, comme cela est envisagé dans la proposition de Décision du Conseil sur la convergence des politiques macro-économiques pendant la première étape,
- la diversité des structures financières et des environnements économiques dans la Communauté,
- l'instabilité, au moins dans certains pays, dans la relation entre les agrégats monétaires et les objectifs économiques finals,

- l'existence possible de conflits potentiels avec les engagements en matière de taux de change.

Ces divers arguments tendent à favoriser un système de surveillance commun plutôt qu'un système d'objectifs monétaires commun. Un Suppléant a cependant fait valoir qu'il existe un arbitrage entre la souplesse et la crédibilité du système.

4. Le choix de la variable intermédiaire à surveiller constitue une question centrale dans le succès de la mise en oeuvre d'un système de surveillance commun. Les taux d'intérêt ne représentent pas un objectif intermédiaire approprié et les Suppléants se sont demandés si les agrégats monétaires ou le crédit interne pouvaient être les indicateurs les plus sûrs des politiques. Il a été souligné que le choix entre les indicateurs devraient s'appuyer sur plusieurs critères: leur efficacité pour contribuer à réaliser les objectifs finals de politique interne, leur utilité à fournir des informations sur l'évolution de la balance des paiements et leur régulation par les autorités monétaires nationales. On devrait aussi tenir compte des effets possibles de la dérèglementation et de la libération des mouvements de capitaux sur la fiabilité des agrégats monétaires en tant qu'indicateurs.

Les Suppléants ont considéré que le travail devrait commencer par une revue des objectifs monétaires intermédiaires dans les différents pays de la Communauté et un examen des raisons expliquant la diversité existante dans les objectifs intermédiaires. Il serait également utile d'analyser le contenu informatif et l'efficacité des objectifs intermédiaires actuellement adoptés.

5. Les Suppléants sont d'avis que les questions soulevées exigent un examen approfondi; ils recommandent que le groupe d'experts présidé par M. Raymond soit chargé d'étudier la note préparée par M. Mikkelsen et fassent rapport aux Gouverneurs en temps utiles.

M. Leigh-Pemberton indique qu'il peut accepter que le "Groupe Raymond" entreprenne une étude de ces questions mais il rappelle que des études semblables ont été faites dans les années 1970 dans un autre groupe, sans aboutir vraiment à des conclusions. Il faut donc être conscient que le sujet n'est pas facile. En outre, étant donné que le Comité des Gouverneurs disposera d'une unité de recherche à partir de juillet 1990, on pourrait envisager que le "Groupe Raymond" réalise un premier travail et fasse rapport à la fin du printemps ou au début de l'été 1990, afin d'éviter que le groupe d'experts et l'unité de recherche travaillent simultanément sur le même sujet.

V. Examen du Rapport No 36, établi par le groupe d'experts présidé par M. Raymond, sur les politiques monétaires en vigueur dans les pays de la CEE

A. Exposé de M. Raymond

Le Rapport No 36 est le second rapport semestriel détaillé présenté en 1989 par le groupe d'experts aux Gouverneurs. Ses Chapitres I et II analysent successivement les données réelles et les données monétaires. Le Chapitre III discute les remèdes éventuels aux difficultés présentes.

- La croissance est toujours vigoureuse. Un ralentissement avait été annoncé un an plus tôt pour 1989. Il n'a pas eu lieu. Il est maintenant prévu pour le cours de 1990. Il devrait rester en moyenne modéré. La surchauffe dans les pays situés hors de la zone à marges étroites de fluctuations commence seulement à montrer des signes d'essoufflement. Entre-temps, elle a contribué à intensifier l'activité et à accroître le surplus commercial en République fédérale d'Allemagne. Seul le Danemark a une situation conjoncturelle atypique.

Le taux d'inflation moyen dans la Communauté dépasse de plus d'un point celui de 1988. Le maximum a été franchi en juillet. La décrue s'annonce modeste en 1990. On redoute partout des tensions sur les salaires, les revendications prenant en compte l'inflation récente, dans un climat de tension sur les capacités de production.

Les divergences entre taux d'inflation demeurent fortes dans la Communauté. Entre pays liés par le mécanisme de change, la plage va de 1 à 6%. Les divergences ne se sont pas réduites en 1989 et les projections pour 1990 montrent peu ou pas de progrès. Cette situation n'est pas conforme à l'esprit de la phase 1 qui va commencer en juillet prochain, en vue d'établir une zone de stabilité monétaire.

L'évolution est encore plus défavorable en matière de balance des paiements, car les divergences se sont accentuées. Les surplus courants de la République fédérale d'Allemagne et de l'Irlande ont augmenté jusqu'à respectivement 4 et 2,4% de leur PIB. Symétriquement, plusieurs pays déficitaires ont vu leur position se dégrader. En 1989 puis 1990, le déficit atteindra en Espagne 3,1 puis 3,8% du PIB, en Grèce 3%. Le déficit devrait diminuer un peu au Royaume-Uni.

- L'expansion monétaire a généralement été plus forte que prévu, encore qu'un ralentissement se dessine. La source de création monétaire la plus active est habituellement le crédit bancaire au secteur privé. Le financement du secteur public a été plus soutenu en Grèce.

Depuis six mois, les politiques monétaires ont été resserrées une première fois cet été, par une hausse des taux d'intérêt dans les pays ayant adhéré au mécanisme de change, sauf en Italie, à cause de la fermeté de la lire. En Espagne, cette mesure a été complétée par un relèvement des réserves obligatoires et par la publication de "guidelines" pour la progression des crédits bancaires. Hors du mécanisme de change, la Bank of England avait relevé ses taux en mai, la Grèce l'a fait en septembre, le Portugal a appliqué des mesures restrictives en avril et en juillet.

Une seconde vague de relèvements des taux d'intérêt a déferlé début octobre. Se sont abstenues l'Espagne et l'Italie, qui bénéficient depuis peu d'une meilleure "policy mix" et ont voulu mettre un terme à la tendance à la surévaluation de leur monnaie, ainsi que le Portugal et la Grèce. Ce dernier pays vient d'adopter de nouvelles dispositions.

Les politiques monétaires n'ont pas encore eu l'effet escompté sur l'activité, laquelle bute sur les capacités de production, non plus que sur l'inflation et les déséquilibres extérieurs. Les délais d'action sont allongés par la profitabilité des entreprises. Il serait donc en règle générale prématuré de baisser la garde.

Le calme relatif qui a régné sur le marché des changes, si l'on doit s'en féliciter sur le moment, n'a pas permis une différenciation des taux d'intérêt suffisante pour amorcer une amélioration de la convergence des paiements courants et des prix. Toutefois, le "paradoxe du marché des changes" mentionné dans le Rapport No 35 s'est atténué; la peseta est moins forte qu'elle n'a été; la lire a cessé de se signaler par sa vigueur; enfin, l'affaiblissement de la livre sterling a conduit les autorités monétaires à relever les taux d'intérêt au Royaume-Uni.

La quasi-totalité des experts ont estimé que si le sentiment du marché se modifiait, il faudrait s'opposer à un réalignement. Un réalignement aurait un effet incertain sur les paiements courants. Dans l'immédiat, la courbe en J aggraverait les déséquilibres en valeur et la pleine utilisation des capacités dans les pays déficitaires les empêcherait d'accroître leurs exportations. Pour obtenir des effets en volume favorables, il faudrait appliquer des mesures d'accompagnement énergiques.

En matière d'inflation, un réalignement augmenterait sur-le-champ les divergences. S'il devait être non pas subi, mais provoqué par les autorités des pays membres, cela impliquerait que les pays inflationnistes et déficitaires relâchent leur régulation macro-économique, ce qui serait contre-indiqué. Ils préfèrent en somme le "hard currency option".

On peut enfin redouter que la confiance des opérateurs dans la volonté de cohésion des gouvernements soit ébranlée par un réalignement.

A l'inverse, les représentants de la Deutsche Bundesbank ont souligné que l'évolution des taux de change réels, surtout en 1989, allait à l'encontre d'un ajustement des balances des paiements et du maintien en République fédérale d'Allemagne de la stabilité des prix. Ils ont estimé que les taux de change réels ne pourraient pas continuer à évoluer ainsi et que plus la correction serait ajournée, plus elle serait importante.

Pour améliorer la convergence, comme on ne peut tout attendre des taux d'intérêt, il y aurait lieu de mieux coordonner les politiques budgétaires. Heureusement, celles-ci devraient être en 1990 plus restrictives en Espagne et en Italie, plus expansive en République fédérale d'Allemagne. Les évolutions annoncées ailleurs ne contribueront pas à réduire les divergences et pourront parfois mêmes les accentuer.

Les experts ont estimé qu'en dépit des difficultés pratiques que l'on peut redouter, les objectifs intermédiaires annoncés pour 1990 devraient être cohérents avec l'objectif général d'améliorer la convergence.

B. Exposé de M. Papademos

Les Suppléants ont eu un bref échange de vues sur le rapport préparé par le groupe d'experts présidé par M. Raymond. La discussion, qui a eu lieu le matin juste avant cette réunion, peut être résumée comme suit.

Les Suppléants s'accordent à reconnaître que le nouveau rapport du groupe est une fois de plus d'une excellente qualité et donne un aperçu précis de l'état des économies de la CEE et de leur degré de convergence. Ils notent également avec satisfaction que le rapport s'attaque, de façon plus directe que précédemment et dans une perspective davantage orientée vers l'avenir, aux questions ayant trait à l'action des autorités.

Les Suppléants ont généralement souscrit à l'analyse et aux conclusions du rapport, en particulier aux recommandations visant à maintenir l'orientation restrictive actuelle des politiques monétaires dans toute la Communauté, compte tenu de la persistance du risque inflationniste. Cependant, la politique monétaire devrait être soutenue par des mesures budgétaires adéquates. Il importe au plus haut point de mettre en oeuvre un dosage approprié des moyens d'action dans plusieurs pays du SME, car cela permettrait d'améliorer la convergence dans le secteur extérieur et, parallèlement, de réduire l'inflation. Par suite de l'accroissement des déficits budgétaires dans quelques pays, il convient de resserrer la politique monétaire au-delà de ce qui aurait été nécessaire.

Les Suppléants ont également abordé la question de savoir s'il est souhaitable de modifier les relations de change au sein de la Communauté et ont poursuivi leurs discussions entamées dans le cadre de l'exercice de surveillance ("monitoring"). La plupart des Suppléants sont convenus que, pour l'heure, un réalignement ne serait pas utile et ne contribuerait probablement pas au processus d'ajustement. Les arguments avancés à l'appui de cette position sont les suivants:

- Comme on a pu le constater dans quelques pays, les dévaluations n'ont que des effets passagers sur le commerce extérieur mais risquent de compromettre l'efficacité des efforts de lutte contre l'inflation.
- Dans les pays qui poursuivent des politiques anti-inflationnistes, une dévaluation intensifierait les pressions inflationnistes et contribuerait, de ce fait, à accroître les divergences en matière de taux d'inflation dans la Communauté.
- Les variations des prix des exportations et des importations sont généralement peu sensibles; en conséquence, un réalignement de faible ampleur n'aurait que des résultats marginaux, tandis qu'un réajustement important pourrait mettre en danger la stabilité.
- Les réalignements ne peuvent pas se substituer aux mesures de politique interne mais doivent les compléter.
- Le bas niveau du DM, en termes réels, n'est pas un problème limité au MCE, mais concerne également les monnaies externes à ce mécanisme, voire au SME; une approche plus globale est donc nécessaire.

D'autres Suppléants ont exprimé des points de vue différents:

- En raison de l'excédent extérieur croissant de l'Allemagne fédérale vis-à-vis de la plupart des autres pays du SME, une sous-évaluation persistante du DM continuerait à engendrer des problèmes structurels en Allemagne et dans la Communauté. L'ajournement de l'action correctrice risquerait d'aggraver ces problèmes et de requérir ultérieurement l'adoption de mesures plus drastiques.
- Ceux qui ne sont pas favorables à un réalignement soutiennent que la dévaluation de leur monnaie se traduirait par une inflation importée dans leur pays. Cependant, du fait de la sous-évaluation du deutsche mark, l'Allemagne importe de l'inflation, ce qui compromet la fonction du DM en tant que point d'ancrage de la stabilité au sein du SME.

- Si un réalignement s'avérait indispensable par la suite, la crédibilité du SME serait davantage affectée s'il était imposé par les marchés plutôt que décidé par les autorités.

C. Discussion du Comité

M. Rubio marque son accord avec la nécessité de calmer l'expansion de la demande en Espagne et rappelle que le gouvernement a déjà pris des mesures. Le déficit budgétaire devrait être ramené de 2,7% du PIB en 1988 à 2% cette année et à 1,5% en 1990. Le nouveau gouvernement devrait être formé dans quelques semaines et devrait assurer la continuité en matière de politique budgétaire. L'évolution des grandeurs monétaires a radicalement changé au cours des trois derniers mois. Ainsi, l'expansion du crédit n'est plus que de 6% en taux annuel au lieu de 22% durant le premier semestre de 1989. Le déficit des comptes courants reste important, environ \$EU 6 milliards pour les neuf premiers mois de 1989, mais durant cette période les investissements directs ont représenté le double de ce montant. Le déficit courant apparaît donc presque nécessaire, sinon la peseta serait beaucoup trop forte.

M. Leigh-Pemberton se réfère aux remarques présentées par M. Papademos et considère qu'un réalignement imposé par le marché serait très mauvais; il serait par exemple extrêmement fâcheux qu'un réalignement intervienne autour du 1er juillet 1990, au moment où la libération des mouvements de capitaux deviendra complète dans la plupart des pays membres de la Communauté.

M. Pöhl comprend les arguments des pays qui ne veulent pas que leurs monnaies se déprécient par rapport au deutsche mark. Mais il faut voir que l'excédent commercial et courant de la République fédérale d'Allemagne s'accroît rapidement tandis que les déficits augmentent aussi ou restent élevés dans plusieurs pays. Il s'agit d'ailleurs d'un problème entièrement européen: l'excédent allemand avec les Etats-Unis a beaucoup diminué depuis deux ans, alors qu'avec les pays de la CEE il continue de s'accentuer et est passé de DM 52 milliards pour les huit premiers mois de 1988 à 65 milliards pour la même période de 1989. L'augmentation de la demande interne en Allemagne est une réponse à ce problème et cela a été fait avec, par exemple, un très important programme de construction de logements. Une telle solution est quasiment irréaliste en raison de la pleine utilisation des capacités de production et elle est dangereuse en matière d'inflation, ce qui préoccupe beaucoup la banque centrale. L'autre solution serait de réduire les déficits dans les pays à forte inflation, c'est-à-dire principalement dans les pays

à marge élargie ou ne participant pas au mécanisme de change. Les marchés ont déjà sanctionné, en termes de taux de change, l'accumulation et l'ampleur du déficit courant au Royaume-Uni. D'autres pays, comme l'Espagne et l'Italie, s'opposent à un réalignement pour ne pas importer de l'inflation mais au contraire de la stabilité, ce qui implique que c'est l'Allemagne qui importe de l'inflation. Si on exclut le taux de change en tant qu'instrument d'ajustement - ce qui n'est pas stipulé par le SME - il ne reste qu'une seule réponse: une politique commune de stabilité des prix. Dans le noyau des monnaies à marge étroite, des progrès sensibles ont été réalisés mais les divergences se sont accentuées surtout avec les pays hors du mécanisme de change.

Les quatre relèvements des taux d'intérêt officiels allemands effectués cette année doivent être vus dans ce contexte et comme une réponse au refus d'un réalignement et d'une réévaluation du deutsche mark, pratiquement par tous les gouvernements des pays de la Communauté. Il est donc important, dans ce contexte, d'examiner d'autres façons d'agir et de trouver un instrument, comme MM. Hoffmeyer et Mikkelsen l'ont proposé, qui permettrait de définir et de mener des politiques monétaires cohérentes avec un système de taux de change fixes. Les politiques budgétaires doivent certes apporter une contribution essentielle, surtout dans certains pays, mais les politiques monétaires sont loin encore d'être fondées sur une norme commune de stabilité des prix, qui est indispensable pour assurer la compatibilité avec un système de taux de change fixes.

M. Hoffmeyer fait remarquer que la discussion sur ces problèmes est pratiquement sans fin car il y a des avantages et des inconvénients des deux côtés. Il serait toutefois intéressant d'examiner plus en détail la hausse des prix en Allemagne et la décomposer selon différents éléments, par exemple la part attribuable à l'inflation importée et la part interne, notamment d'origine agricole. En outre, selon le Rapport No 36, si on inclut les dépôts en deutsche marks faits par les résidents allemands à l'étranger, l'expansion monétaire serait de 8% en taux annuel. C'est là un rythme élevé et on peut se demander pourquoi la Deutsche Bundesbank n'inclut pas systématiquement ces données dans ses calculs.

M. Rubio reconnaît que, même avec une part limitée dans l'ensemble du commerce extérieur allemand, l'Espagne contribue à l'excédent de la République fédérale et il estime que les travaux du Comité devraient être orientés à l'avenir en se fondant sur la responsabilité des Gouverneurs dans le domaine d'une politique commune de stabilité des prix.

M. Pöhl rappelle que l'économie allemande est proche d'une situation de surchauffe entretenue en particulier par la demande très vive des produits allemands, provenant surtout des pays européens à forte inflation et à croissance excessive de la demande interne. L'importation de l'inflation par les prix à l'importation se fait essentiellement à travers la faiblesse du deutsche mark vis-à-vis du dollar, ce qui signifie que l'évolution récente entre ces deux monnaies a apporté une amélioration et qu'il serait souhaitable que cette évolution se poursuive. En ce qui concerne l'expansion de la masse monétaire, il est vrai qu'elle est forte si on inclut les dépôts des résidents allemands à l'étranger. Ces dépôts ne sont pas pris en compte dans l'objectif officiel; dans le passé, leur évolution se corrigeait et n'était pas préoccupante, mais leur augmentation actuelle constitue un argument supplémentaire et important pour maintenir une politique monétaire rigoureuse.

M. de Larosière fait observer que la convergence en matière d'inflation s'est améliorée dans le groupe des pays appartenant à la bande étroite mais avec un taux accru d'inflation, sauf au Pays-Bas; en revanche, la divergence s'est accentuée en dehors du mécanisme à marge étroite. Deux conclusions peuvent être tirées sur le plan des politiques. Les pays du premier groupe doivent continuer à améliorer leur convergence et doivent veiller à ce que le niveau de leur inflation n'augmente pas, cela signifie qu'ils doivent faire en sorte que le dosage des politiques monétaires et budgétaires ne se dégrade pas. A cet égard, l'expansion monétaire de 8% en Allemagne, si on inclut des dépôts des résidents allemands à l'étranger, n'est pas très rassurante. Les pays en dehors de la marge étroite doivent réduire leurs divergences croissantes et, à cette fin, ils doivent corriger et resserrer leurs politiques internes. Le Rapport No 36 du groupe d'experts donne une alarme assez inquiétante; il serait souhaitable de porter ce document à la connaissance des Ministres des Finances et d'expliquer à ces derniers que les politiques doivent être améliorées et sans délai.

M. Leigh-Pemberton considère qu'il est dangereux de trop centrer le débat sur les taux de change et sur une sorte de répartition de l'inflation qui se ferait entre les pays participant au mécanisme de change. En fait, l'objectif doit être d'assurer la convergence sur un taux d'inflation minimum. On peut comprendre que la Bundesbank ne veuille pas voir sa politique minée par l'inflation importée mais une politique de taux de change ferme est une partie importante de la politique anti-inflationniste de beaucoup de pays et notamment du Royaume-Uni. Il faut donc davantage différencier les politiques monétaires et de taux d'intérêt à l'intérieur du SME, de telle façon

qu'elles soient plus restrictives dans les pays à inflation et déficits externes importants. En agissant de la sorte, on doit pouvoir éviter les pressions en faveur d'un réaligement. En effet, si les politiques sont suffisamment rigoureuses et adéquates dans les pays déficitaires, les mouvements de capitaux se dirigent vers les pays qui en ont besoin et ne provoquent pas de perturbations.

En ce qui concerne les relations commerciales entre le Royaume-Uni et l'Allemagne, il y a effectivement un déséquilibre grave dû principalement aux importations de biens d'équipement. La baisse sensible du taux d'investissement au Royaume-Uni devrait améliorer la balance bilatérale.

Le Président présente quelques remarques concernant la Grèce. En raison de l'incertitude qui continue sur le plan budgétaire, la Banque de Grèce a dû prendre certaines mesures de politique monétaire visant en particulier à freiner le crédit au secteur privé. Les banques commerciales et les caisses d'épargne ont été invitées à limiter à 5% la progression, entre le 4e et le 3e trimestre, de leurs prêts au secteur privé. Tout dépassement sera sanctionné par la constitution, pendant 6 mois, auprès de la banque centrale, de dépôts non rémunérés égaux à 25% du dépassement. En outre, de nouvelles obligations avec une clause écu seront émises. Ces mesures devraient éponger de la liquidité et améliorer quelque peu l'efficacité de la politique de la banque centrale. Les taux d'intérêt devront probablement être relevés encore, même si les taux débiteurs réels sont déjà très élevés. Il est essentiel toutefois que le déficit budgétaire qui est tout à fait insupportable soit réduit d'urgence, sinon la politique monétaire ne peut pas redresser la situation.

En réponse aux remarques faites par certains Gouverneurs, M. Raymond indique que le groupe d'experts peut entreprendre une étude préliminaire sur les questions évoquées en matière d'instruments de la politique monétaire, d'interprétation des statistiques et agrégats, et de coordination des politiques monétaires.

VI. Autres questions relevant de la compétence du Comité

Le Président informe le Comité que M. Delors souhaiterait faire une brève déclaration concernant la Pologne et la Hongrie et leurs relations avec la Communauté.

Exposé de M. Delors sur les aides en faveur de la Pologne et de la Hongrie

Lors du dernier Sommet des pays industrialisés à Paris en juillet, la Communauté économique européenne s'est vue confier la coordination des aides en faveur de la Pologne et de la Hongrie. Cette coordination n'inclut pas l'action du Fonds Monétaire International mais la Communauté est en relation étroite avec celui-ci pour essayer d'agir d'une manière consistante. Depuis la reconnaissance mutuelle entre le COMECON et la Communauté, cette dernière a signé deux accords de commerce et de coopération avec la Pologne et la Hongrie et elle est en train de préparer un accord de commerce et, peut-être, de coopération avec la République démocratique allemande.

Les obstacles à la coopération sont nombreux: difficultés d'obtenir les informations en temps voulu, écart entre les déclarations faites par les gouvernements et leur application. Enfin, parmi les 24 pays qui ont accepté de participer à cet effort, les 12 pays de la CEE plus 12 autres membres de l'OCDE, le Japon est jusqu'à présent très peu engagé.

Le Conseil ECOFIN du 13 novembre avait demandé au Président de la Commission de faire rapport sur cette question et le Comité monétaire a été réuni d'urgence le 15 novembre pour faire le point de la situation. Les résultats actuels de la coordination peuvent être résumés comme suit:

- La République Fédérale d'Allemagne s'est fortement engagée tant à l'égard de la Pologne que de la Hongrie, ce qui devrait alléger, à court terme, la situation financière de ces pays.
- Une aide alimentaire importante, de l'ordre de écus 260 millions, a été accordée à la Pologne dès le mois d'août, pour moitié par la Communauté.
- Les accords de commerce déjà signés ont été améliorés en accordant aux deux pays un système de préférence généralisé de nature à permettre une réorientation des exportations trop dirigées vers l'Union Soviétique.
- La Banque Européenne d'Investissement s'est engagée à hauteur de écus 800 à 1.000 millions à partager entre les deux pays.

La situation de ces derniers est actuellement très difficile; en Pologne, la situation économique est au bord de la banqueroute; en Hongrie, la situation politique est extrêmement délicate et, depuis deux mois, la situation économique se dégrade sensiblement.

En Pologne, les difficultés sont de trois ordres: la population commence à s'impatienter malgré les changements politiques intervenus, les

actions pour privatiser les entreprises et surtout démanteler les monopoles en matière agricole sont très lentes, l'inflation est passée d'un rythme de 100 à 200% à plus de 700% récemment à la suite de la libération des prix agricoles. Plusieurs problèmes se posent. Le premier, objet d'un débat politique très ouvert en Pologne, concerne la possibilité de prendre rapidement un paquet de mesures extrêmement sévères. Le deuxième a trait à un accord avec le FMI, pour lequel la signature d'une lettre d'intention avant la fin de l'année apparaît douteuse. Le troisième porte sur le risque d'un déséquilibre alimentaire pour lequel une nouvelle aide d'urgence d'environ écus 200 millions pourrait être fournie prochainement.

Les aspects financiers et monétaires de la situation en Pologne sont également critiques. Malgré le degré d'avancement des négociations, le FMI hésite à s'engager sur un apport de \$EU 570 millions au lieu de \$EU 700 millions prévus il y a quelques semaines. Une réforme monétaire du type de celle faite en Allemagne en 1948 semble nécessaire car la fuite devant le zloty a atteint des proportions énormes; celui-ci a perdu en quelques mois 54% de sa valeur et un dollar valait, mi-novembre, 3.100 sloty au marché officiel et entre 5.000 et 7.000 au marché parallèle. La réforme monétaire devrait donc être prioritaire et pourrait être appuyée par la création d'un fonds de stabilité, comme l'a proposé le Président Bush; les Etats-Unis ont promis une contribution de \$EU 200 millions et la République fédérale DM 500 millions. La balance extérieure est aussi un problème grave: le déficit courant devrait passer de \$EU 2 milliards en 1988 à \$EU 3 milliards cette année. L'URSS a décidé de geler jusqu'en 1995 sa créance de 6 milliards de roubles et on doit se demander ce que pourra faire le Club de Paris en liaison avec l'action du FMI. Enfin, le Premier Ministre polonais a écrit au Président de la Commission pour proposer la création d'une banque euro-polonaise. Cette dernière pourrait être une référence pour aider la modernisation, voire la recréation d'un système bancaire en Pologne; en outre, elle pourrait guider les investisseurs pour essayer d'irriguer le tissu économique polonais. Cette banque ne devrait pas être une nouvelle institution publique mais devrait être établie avec les concours de banques occidentales.

En Hongrie, la difficulté essentielle est d'ordre politique. Il y a actuellement 106 partis et les principaux n'ont pas réussi à se mettre d'accord pour prendre les mesures économiques durant une campagne électorale qui s'annonce longue. Or, l'inflation augmente; elle atteint maintenant 17 à 18%, et la balance extérieure se dégrade, le déficit courant passant de 2 à 4% du PIB. Les problèmes actuels sont en premier lieu celui de l'agenda

politique. Un référendum aura lieu le 26 novembre avec, comme question essentielle, le choix entre l'élection du Président de la République avant ou après celle du Parlement. Si les Hongrois choisissent l'élection préalable du Président, celui-ci aura plus de pouvoir mais cela aura aussi pour conséquence de reporter les élections législatives et donc de retarder les décisions courageuses à prendre. En outre, un accord avec le FMI, qui est jugé indispensable par celui-ci, ne sera probablement pas accepté par les partis politiques, faute d'entente entre eux, et sera renvoyé après les élections, c'est-à-dire en mars ou juin 1990.

S'il n'y a pas d'accord avec le FMI, la Hongrie sera confrontée à un problème de liquidité pour les mois à venir, car les réserves officielles ne représentent que 3 mois d'importation. D'autre part, le FMI et la Hongrie divergent quant au contenu de l'accord, par exemple sur la dévaluation du florin hongrois (50% d'après le FMI au lieu de 10% accepté par la Hongrie) et sur la réduction des subventions. Les Hongrois formulent actuellement deux demandes: la première concerne un crédit de relais de \$EU 1 milliard dont le Ministre des Finances belge a parlé en tant que représentant la "constituency" dans laquelle se trouve la Hongrie. Ce crédit étant lié à un accord avec le FMI et si cet accord n'est pas conclu, les Hongrois demanderaient une aide en trésorerie pour permettre de passer le premier trimestre de 1990 qui est le plus difficile pour des raisons saisonnières: achats d'énergie et faiblesse des recettes touristiques. Une telle aide exceptionnelle en trésorerie est critiquée par les financiers qui y voient un précédent d'octroi d'un concours avant la conclusion d'un accord avec le FMI. Il y a donc dilemme.

Le Président remercie M. Delors pour son exposé très intéressant qui a décrit deux situations économiques très difficiles.

* * *

Le Président informe le Comité que M. Pego Marques participe pour la dernière fois à une séance du Comité; les Gouverneurs ont beaucoup bénéficié des connaissances et de la contribution de M. Pego Marques et ils le remercient pour sa collaboration tout en lui présentant leurs meilleurs voeux pour son avenir.

M. Pego Marques remercie le Président et fait observer qu'on peut construire l'Europe dans n'importe quelle fonction. Toutefois, ceux qui sont dans le marché n'ont pas tous les renseignements à leur disposition et doivent jouer avec une certaine interprétation des faits. M. Pego Marques présente aux Gouverneurs et aux Suppléants des voeux professionnels et

personnels de succès à un moment où l'union monétaire et les relations entre l'Europe de l'Est et de l'Ouest constituent de grands défis.

VII. Date et lieu de la prochaine séance

La prochaine séance du Comité aura lieu à Bâle, le mardi 12 décembre 1989 à 14 heures.

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

SEPTEMBRE ET OCTOBRE 1989

Le présent rapport retrace l'évolution du marché des changes durant les mois de septembre et d'octobre ainsi que pendant les premiers jours de novembre 1989, et décrit brièvement les interventions effectuées au cours de cette période par les banques centrales participant à la concertation¹.

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

En septembre et octobre 1989, les marchés des changes ont été essentiellement caractérisés par les développements suivants:

- continuation limitée de l'appréciation du dollar, qui a atteint son point culminant à la mi-septembre et a été suivie d'une forte dépréciation pendant le reste de la période;
- série de relèvements des taux officiels dans la plupart des pays européens au début d'octobre;
- apparition de tensions temporaires au sein du mécanisme de change du SME en liaison avec des rumeurs de réaligement;
- baisse marquée du yen japonais et de la livre sterling vis-à-vis des autres devises.

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

Le dollar EU a fléchi au cours de la période sous revue lorsque les opérateurs ont réagi aux déclarations et actions officielles traduisant des préoccupations au sujet de la hausse du dollar. Après avoir culminé à DM 2,0035 et Y 148,95 à la mi-septembre, le dollar a commencé à faiblir lorsque les opérateurs ont adopté une attitude prudente avant la réunion du Groupe des Sept du 23 septembre. La baisse du dollar est devenue plus marquée après la publication du communiqué du Groupe des Sept et les interventions très visibles effectuées ensuite sur le marché des changes. Au fil des jours, le rétrécissement des écarts de taux d'intérêt en faveur des actifs en dollars et les préoccupations au sujet de l'instabilité des marchés des capitaux, engendrée par la baisse des cours des actions aux Etats-Unis le 13 octobre, ont également contribué à affaiblir le sentiment favorable à la monnaie américaine. Fin octobre, sur un marché étroit, le dollar s'inscrivait en baisse de quelque 6,5% à l'égard du deutsche mark et de 1,5% vis-à-vis du yen japonais par rapport à ses niveaux du début de septembre.

Au sein du SME, la peseta espagnole et la lire italienne ont fortement baissé. La couronne danoise a atteint la limite inférieure vis-à-vis de la peseta en septembre et vis-à-vis du mark allemand en octobre. Des tensions sont apparues à la mi-octobre à la suite de rumeurs de réalignement dans le SME, causant des interventions substantielles des banques centrales, effectuées pour certaines aux marges. Les tensions se sont apaisées vers la fin de la période sous revue. Les taux d'intérêt ont monté dans la plupart des Etats membres, laissant les différentiels de taux d'intérêt inchangés, sauf pour la peseta et la lire italienne, pour lesquelles le différentiel vis-à-vis du mark allemand s'est légèrement rétréci.

Le deutsche mark s'est nettement apprécié. Par rapport aux monnaies de dix-huit grands pays industriels, il a gagné 2,9% en termes effectifs. Vis-à-vis des monnaies des pays du SME, son appréciation s'est élevée à 1,0%. Le relèvement d'un point des taux directeurs allemands, à compter du 6 octobre, a provoqué une hausse correspondante des taux du marché monétaire (argent au jour le jour et jusqu'à six mois). Il en est résulté un rétrécissement des écarts de taux d'intérêt par rapport à certaines monnaies, dont le dollar EU, mais aucune modification ne s'est produite vis-à-vis de la plupart des monnaies du SME, la majorité des banques centrales du SME ayant suivi l'exemple de la Bundesbank.

Ferme durant la première quinzaine de septembre, le franc français s'est ressenti par la suite d'importants achats de devises effectués par des entreprises résidentes pour des besoins d'investissement à l'étranger. Après un léger redressement en fin de mois, le franc a été quelque peu

affecté par les tensions qui se sont produites au sein du dispositif de change. Le relèvement des taux directeurs français, à compter du 6 octobre, et le maintien, par la suite, des taux intérieurs à un niveau proche de la fourchette supérieure (10,25%) ont favorisé une stabilisation du franc le reste du mois. L'augmentation de 0,2% des prix de détail en septembre (3,4% en rythme annuel) a également eu une influence positive sur le marché.

En raison des tensions à la hausse qui se sont manifestées sur le mark, le franc belge a perdu un peu de terrain vis-à-vis de la devise allemande malgré de substantielles interventions de la part de la Banque Nationale de Belgique et de nombreux relèvements des taux directeurs des certificats de Trésorerie, destinés à maintenir un écart d'intérêt approprié vis-à-vis du mark. A compter du 6 octobre, le taux d'escompte a été augmenté d'un point, à 10,25%, tandis que le taux des avances a été porté à 10,75%, soit une hausse de 1,25 point.

En septembre, le florin néerlandais a cédé un peu de terrain par rapport au deutsche mark lorsque celui-ci a évolué vers le sommet de la bande de fluctuation étroite du SME. Depuis, on n'a toutefois noté aucun changement notable des relations de change entre les deux monnaies. A compter du 5 octobre, la Nederlandsche Bank a relevé d'un point ses taux d'escompte et lombard, pour les porter à 7% et 7,75% respectivement.

La couronne danoise est demeurée la monnaie la plus faible au sein de la bande étroite. Au début du mois de septembre, elle a touché brièvement la limite inférieure vis-à-vis de la peseta espagnole; ceci a causé des interventions modestes. En liaison avec la hausse des taux d'intérêt allemands, la Danmarks Nationalbank a relevé d'un point ses taux d'avances, à 10,50% et 11%. Le vendredi 13 octobre, la couronne a été soumise à de fortes pressions en raison de rumeurs de réalignement au sein du SME. Elle a atteint son point d'intervention obligatoire vis-à-vis du deutsche mark, et des interventions substantielles ont alors été effectuées sous forme de ventes de deutsche marks. Le reste du mois, aucune nouvelle intervention n'a été nécessaire et la couronne s'est progressivement raffermie, sous l'effet de la forte hausse des taux d'intérêt du marché. Le 31 octobre, la Danmarks Nationalbank a porté ses taux d'avances au taux unifié de 12%, à compter du 1er novembre.

La livre irlandaise est demeurée ferme dans la moitié supérieure de la bande du SME en septembre. Les entrées de capitaux se sont poursuivies durant la majeure partie du mois et elles ont été compensées par des achats de devises de la Central Bank of Ireland. Des sorties de capitaux se sont de nouveau produites vers la fin de septembre et se sont intensifiées en octobre. La banque centrale a réagi en vendant un montant substantiel de

devises, en relevant d'un point le taux de sa facilité d'avances à court terme, porté ainsi à 11%, à compter du 6 octobre, et en laissant aller la livre vers le milieu de la bande étroite du SME.

Dans la première moitié de septembre, la lire italienne a continué à s'apprécier dans le SME et a atteint la limite supérieure de la bande étroite. Cette tendance a été freinée par des interventions à l'achat substantielles de la Banca d'Italia. Depuis le début d'octobre, la modification des anticipations au sujet du dollar et les changements de politique monétaire intervenus dans certains pays européens ont inversé ce mouvement, la Banca d'Italia n'ayant pas relevé ses taux officiels. La lire s'est également quelque peu dépréciée en raison de rumeurs de réalignement au sein du SME, mais les interventions de la Banca d'Italia ont contenu cette évolution au sein de la bande étroite. A la fin de la période, la lire s'est stabilisée sans l'aide d'autres interventions, du fait de l'amélioration du sentiment du marché.

Durant la première moitié de septembre, la peseta espagnole s'est encore raffermie, sous l'effet de l'accroissement de l'écart de taux d'intérêt en sa faveur, et a atteint la limite supérieure vis-à-vis de la couronne danoise. Par la suite, le sentiment vis-à-vis de la peseta s'est modifié de manière substantielle, en raison de la série de relèvements des taux d'intérêt dans les autres pays européens, des rumeurs de réalignement au sein du SME et des incertitudes entourant le résultat des élections générales. La peseta s'est alors trouvée soumise à de fortes pressions à la baisse. Fin octobre, après les élections, elle a reconquis une partie du terrain perdu et a clôturé dans l'ensemble en baisse de 0,2% par rapport à l'écu.

Après n'avoir guère varié durant la majeure partie de septembre, la livre sterling a nettement fléchi par rapport à la plupart des monnaies à la suite de la publication de chiffres moins bons que prévu sur le commerce extérieur en août. Grâce à des interventions importantes et au relèvement d'un point des taux de base (portés à 15%), à compter du 6 octobre, les pressions à la baisse ont été brièvement enrayées, mais le sentiment défavorable à la livre a refait surface, en raison de nouvelles rumeurs faisant état de divergences de vues entre le Premier Ministre et le Chancelier de l'Echiquier. La nervosité du marché au sujet de la position politique du gouvernement et de la fragilité des marchés boursiers a remis en cause la poursuite d'une stratégie de taux d'intérêt élevés et provoqué une chute de la livre. La faiblesse du dollar a ensuite permis à la livre de regagner une partie du terrain cédé, mais, avec la démission du Chancelier, un nouveau revirement brutal de tendance s'est produit et, malgré certaines interventions

de soutien modestes, la monnaie est tombée à son niveau le plus bas par rapport au deutsche mark depuis mars 1987 avant de se stabiliser. Sur l'ensemble des deux mois, l'indice pondéré de la livre en fonction des échanges commerciaux a perdu 3,3%, à 88,4 (1985 = 100).

La drachme grecque s'est appréciée de 2,7% par rapport au dollar EU et a perdu 2,5% vis-à-vis de l'écu. En termes effectifs, elle a fléchi de 0,9% en septembre et de 1,1% en octobre.

L'escudo portugais a perdu 0,5% en termes effectifs, conformément aux objectifs définis par les autorités. Vis-à-vis du dollar EU, l'escudo s'est apprécié de 4%.

Le franc suisse s'est raffermi de 5% à l'égard du dollar EU et a gagné 3 à 4% vis-à-vis de la livre sterling et du yen japonais. Mesuré par rapport à la majorité des monnaies du SME, son taux de change a eu tendance à fléchir. Sur une base pondérée en fonction des exportations, son appréciation a été de 0,6%. Le taux de l'eurofranc est passé de 7 3/8% à environ 7 7/8%. En réaction à l'évolution sur les marchés et en liaison avec les mesures prises par d'autres banques centrales, le taux d'escompte officiel a été relevé de 0,5 point et porté à 6%, le 6 octobre. On n'a toutefois enregistré aucun nouveau resserrement de la quantité de monnaie de banque centrale.

Le schilling autrichien s'est raffermi de plus de 6% par rapport au dollar EU. Vis-à-vis du deutsche mark, il n'a varié que de 0,07%. Des liquidités à court terme ont été octroyées en octobre, sous forme de DM 1,8 milliard de swaps deutsche marks/schillings assortis d'une échéance moyenne de dix jours. En liaison avec les augmentations correspondantes des taux d'intérêt des principales monnaies européennes, le taux d'escompte a été relevé de 5,5% à 6,5% et le taux lombard de 7,5% à 8,5% à compter du 6 octobre. En outre, le taux des opérations à court terme sur l'open market a été porté de 6,5% à 7,5%.

La couronne norvégienne a fluctué dans une fourchette relativement étroite (112,00 à 112,50) sur la base de l'indice du panier de monnaies. Elle a généralement évolué dans la partie forte de cette fourchette en septembre mais s'est affaiblie vers 112,50 en octobre.

Après d'importantes entrées de fonds en septembre, dues en partie à des achats, par les non-résidents, d'obligations libellées en couronnes, qui ont parfois porté l'indice de la monnaie à sa limite de 130, la couronne suédoise a fléchi à 130,5 durant la seconde quinzaine d'octobre lorsque les écarts de taux d'intérêt par rapport à de nombreuses monnaies étrangères se sont rétrécis.

En termes effectifs, le mark finlandais a continué de fluctuer à l'intérieur d'une étroite fourchette. Les taux d'intérêt du marché se sont accrus de près de 2%. Le taux de base a été relevé d'un point, à 8,5%, à compter du 1er novembre.

Le yen japonais s'est apprécié de 3,5% par rapport au dollar EU et a clôturé à 139,35 en septembre. Cette évolution a été due à l'action concertée des banques centrales, en application de l'accord intervenu le 23 septembre au sein du Groupe des Sept. La Banque du Japon est intervenue sur les marchés en vendant des dollars EU contre yens japonais pendant une assez longue période. L'impact de ces interventions a toutefois été absorbé par les marchés qui ont fait revenir la monnaie japonaise à 142,15 en octobre. Dans le même temps, le yen s'est légèrement déprécié vis-à-vis de l'écu. A compter du 11 octobre, la Banque du Japon a relevé d'un demi-point, à 3,75%, son taux d'escompte officiel, en prenant en considération l'évolution du taux de change, des taux d'intérêt à l'étranger, de l'activité économique interne, des prix et de la masse monétaire ainsi que la hausse des taux d'intérêt du marché. Pour l'ensemble de la période, le yen s'est apprécié de 1,7% vis-à-vis du dollar EU, tandis qu'il s'est déprécié d'environ 5% vis-à-vis des monnaies du SME.

Le dollar canadien s'est situé dans une étroite fourchette au cours de la période sous revue, s'appréciant légèrement pour clôturer à \$EU 0,8522 le 31 octobre. Sa vigueur demeure due aux entrées de capitaux associées à des écarts de taux d'intérêt à court terme relativement élevés vis-à-vis des Etats-Unis ainsi qu'à l'opinion des opérateurs prévoyant que les taux d'intérêt canadiens demeureront fermes à court terme. La solidité de la monnaie a été légèrement affectée par les préoccupations causées par le déficit de la balance des paiements courants du Canada, qui s'est accru ces derniers trimestres.

II. INTERVENTIONS

a) Interventions en dollars EU

Les ventes nettes de dollars par les banques centrales se sont élevées à \$EU 22 milliards en septembre et octobre, par rapport à \$EU 0,9 milliard d'achats nets en juillet et août. La plus grande partie des interventions a eu lieu dans la dernière semaine de septembre et la première moitié d'octobre. Les principaux vendeurs ont été la Banque du Japon, la Federal Reserve Bank et la Bank of England.

b) Interventions en monnaies communautaires et en écus privés

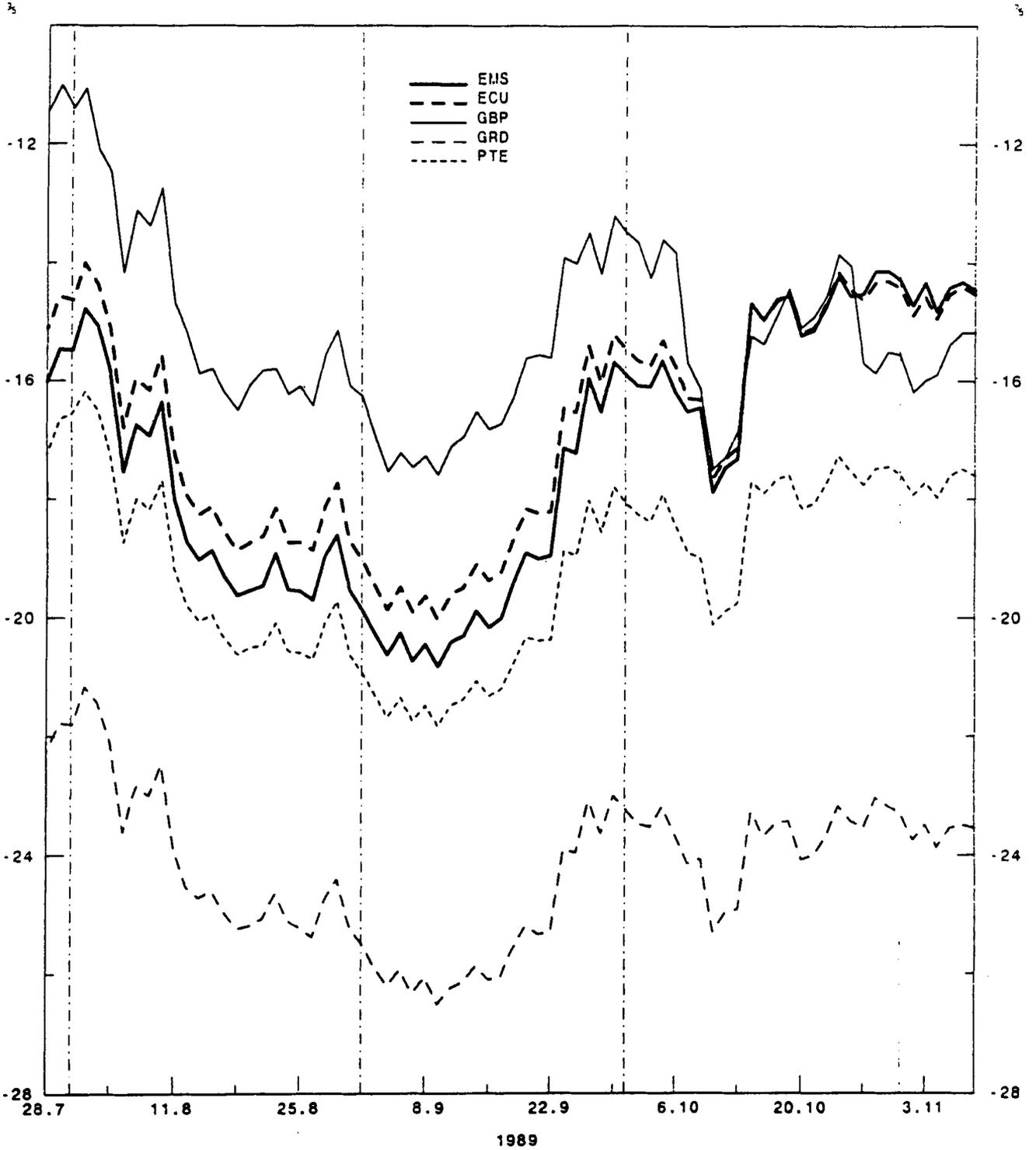
Les interventions en monnaies du SME et en écus privés effectuées par les banques centrales de la Communauté ont atteint l'équivalent de \$EU 7,2 milliards (\$EU 1,9 milliard à la limite), par rapport à \$EU 3,5 milliards en juillet et août. Ces interventions ont consisté pour la grande partie en ventes de deutsche marks (\$EU 2,8 milliards); le principal vendeur a été la Danmarks Nationalbank. Les interventions à la vente d'écus (\$EU 2,3 milliards) ont été plus importantes que les périodes précédentes; les principaux vendeurs ont été la Banca d'Italia et la Bank of England.

III. EVOLUTION POUR LE MOIS EN COURS JUSQU'AU 10 NOVEMBRE

Les marchés des changes ont été calmes au début du mois de novembre. Le dollar EU est resté dans une marge étroite. Les opérateurs sont restés prudents dans un environnement de rétrécissement des différentiels de taux d'intérêt en faveur des titres en dollars.

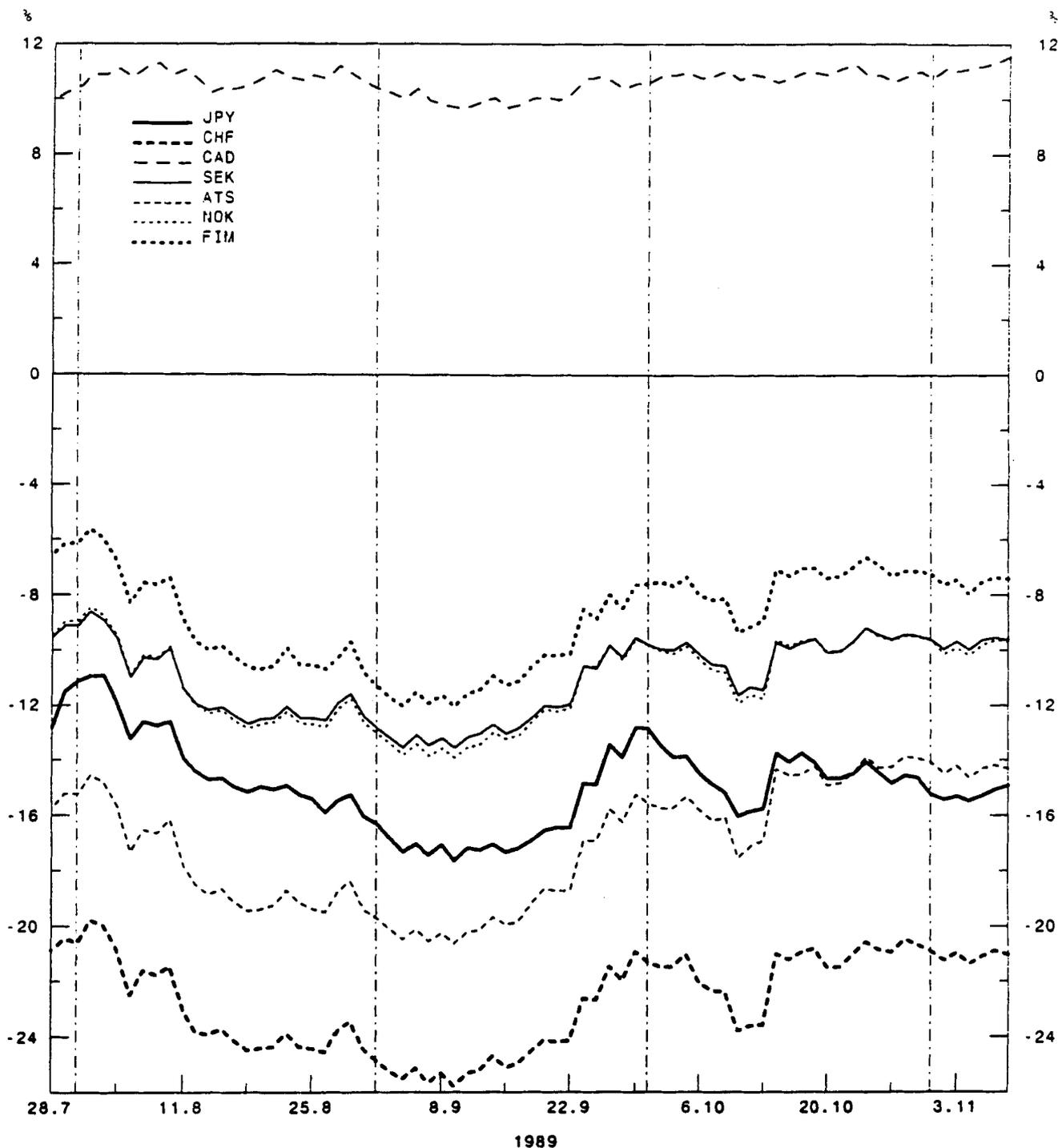
Au sein du SME, le mark allemand s'est légèrement affaibli vis-à-vis de la plupart des autres monnaies.

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



* See next page.

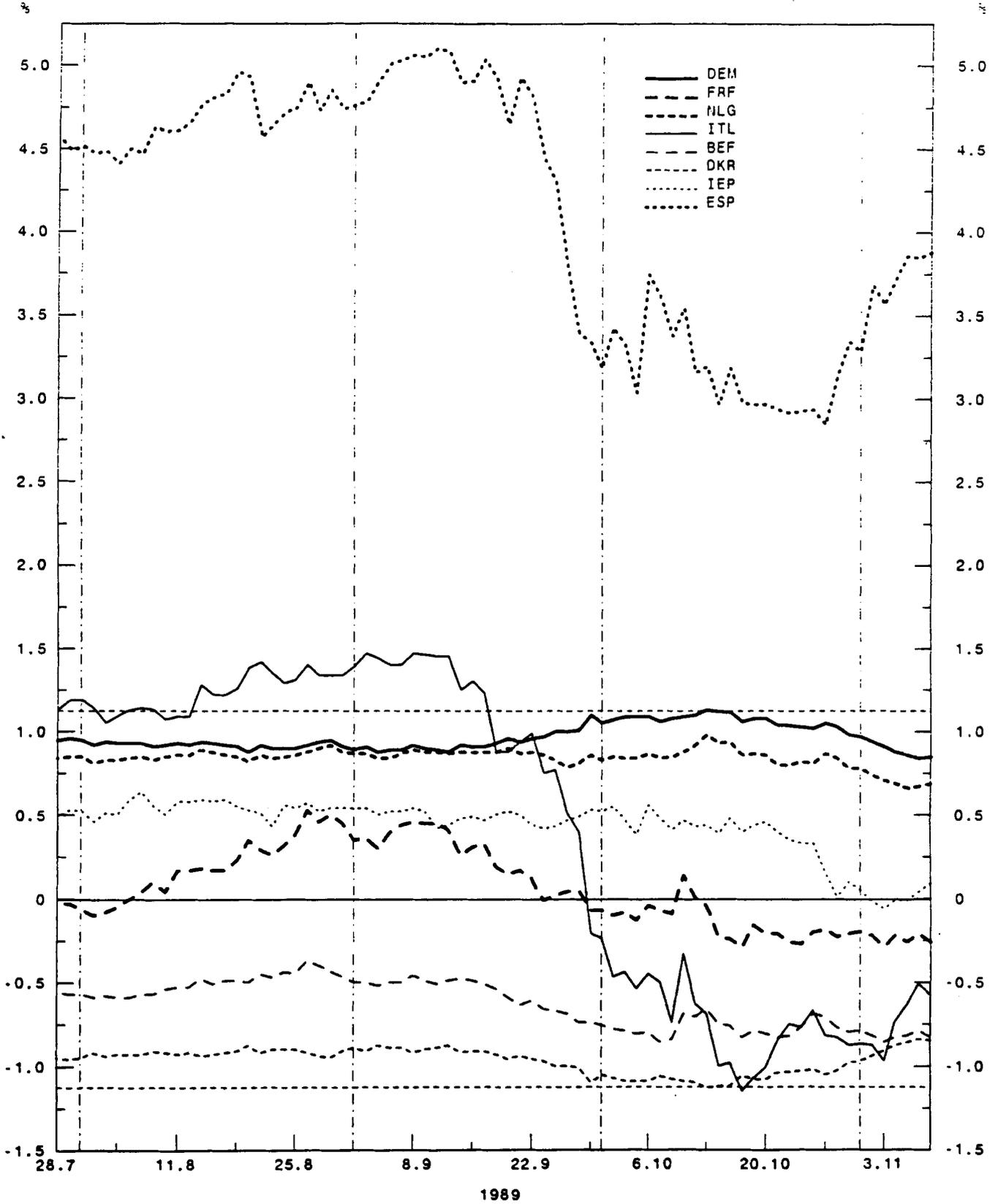
EVOLUTION OF THE CURRENCIES OF THE NON-EEC CENTRAL BANKS
PARTICIPATING IN THE CONCERTATION, ON THE BASIS OF THE EXCHANGE
RATES PREVAILING ON 31ST DECEMBER 1987 AGAINST THE USD*



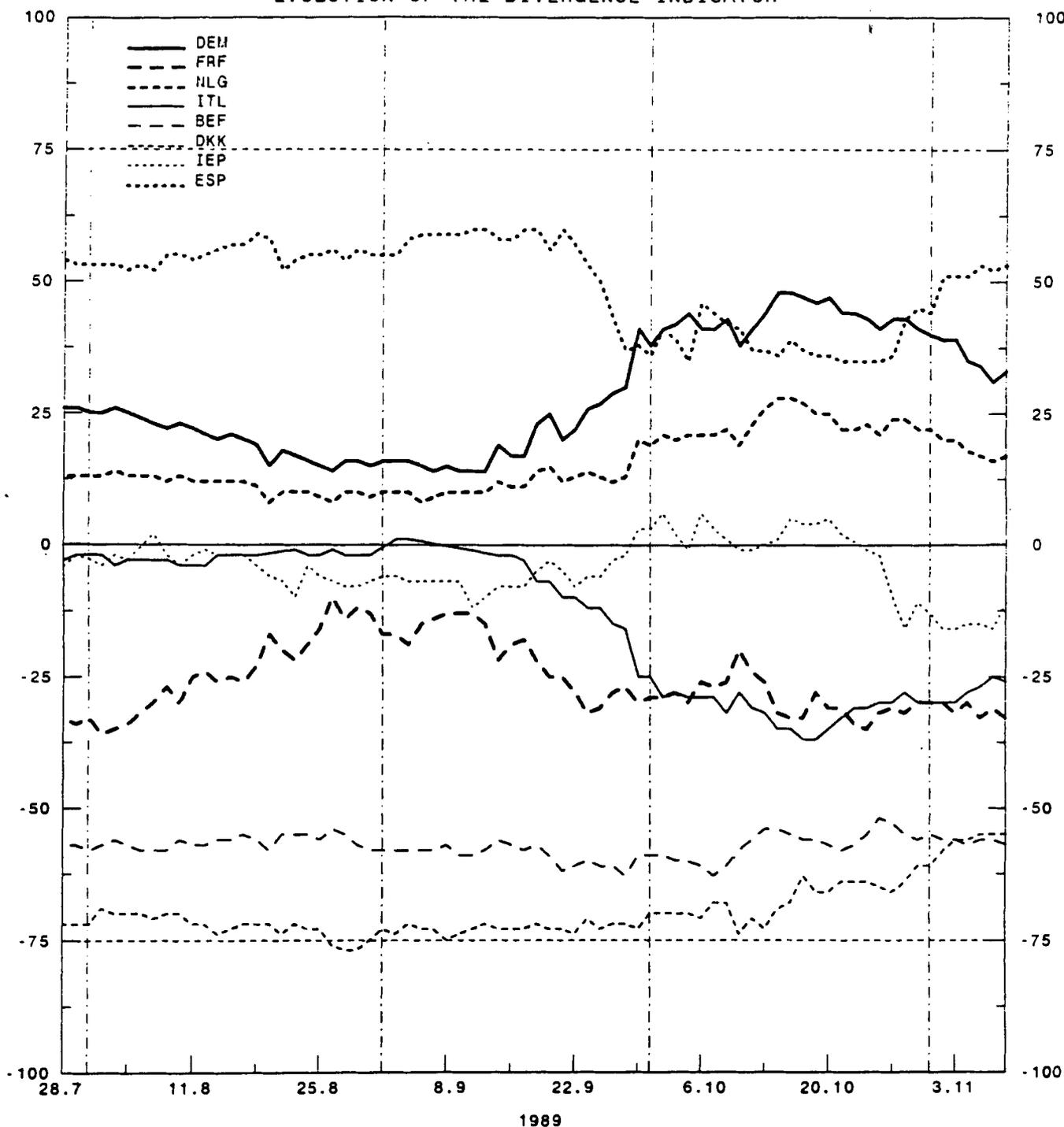
* ECU 0,767254; GBP 0,5346; GRD 126,2002; ESP 107,8498; PTE 130,0242; FIM 3,945; CAD 1,302; CHF 1,2775; JPY 121,4501; SEK 5,795; NOK 6,233; ATS 11,129; middle rate of the currencies participating in the EMS 0,77324. The middle rate of the currencies participating in the EMS represents the daily average 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%.

10.11.1989

MOVEMENTS IN THE EMS PARITY GRID



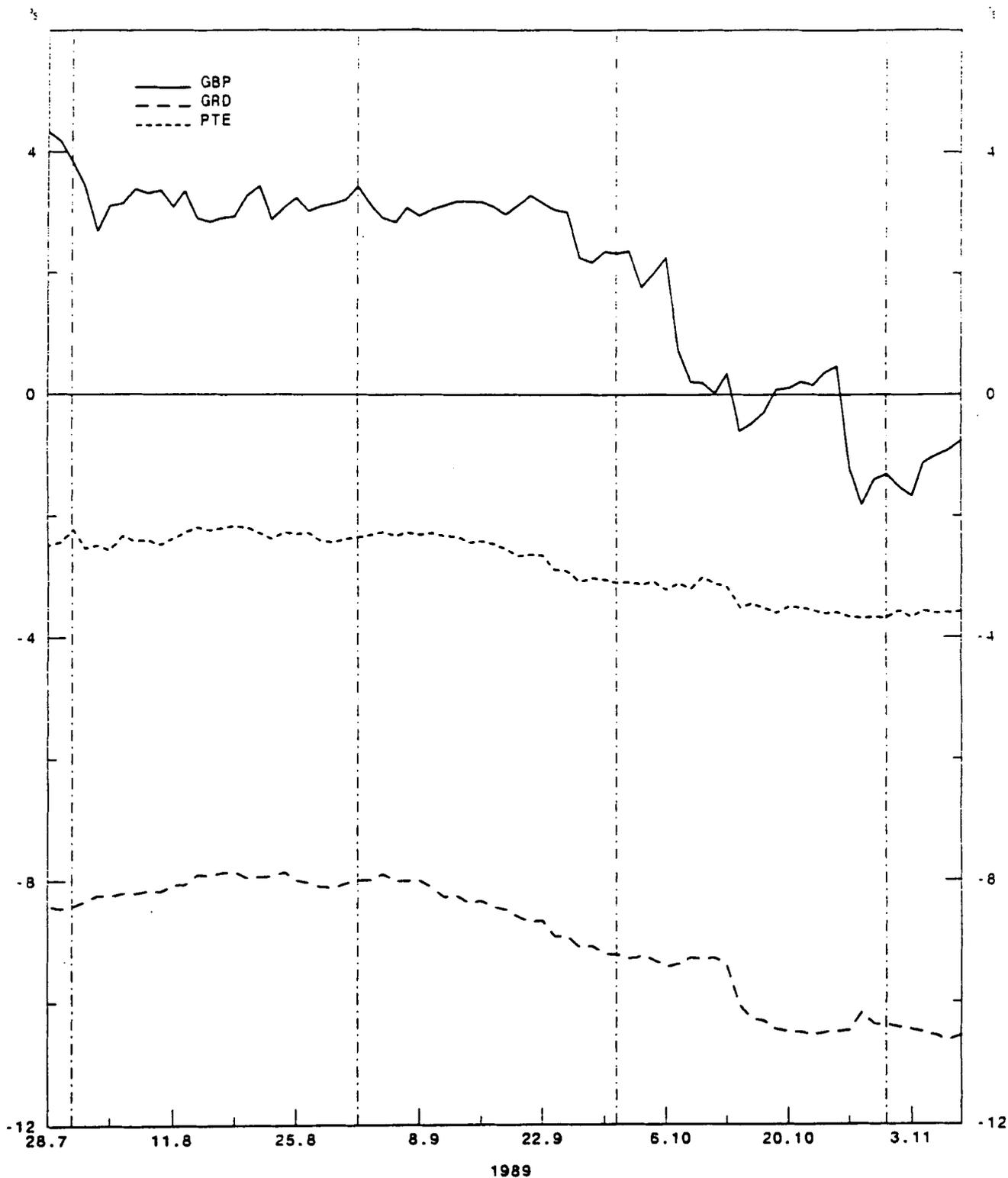
EVOLUTION OF THE DIVERGENCE INDICATOR*



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

10.11.1989

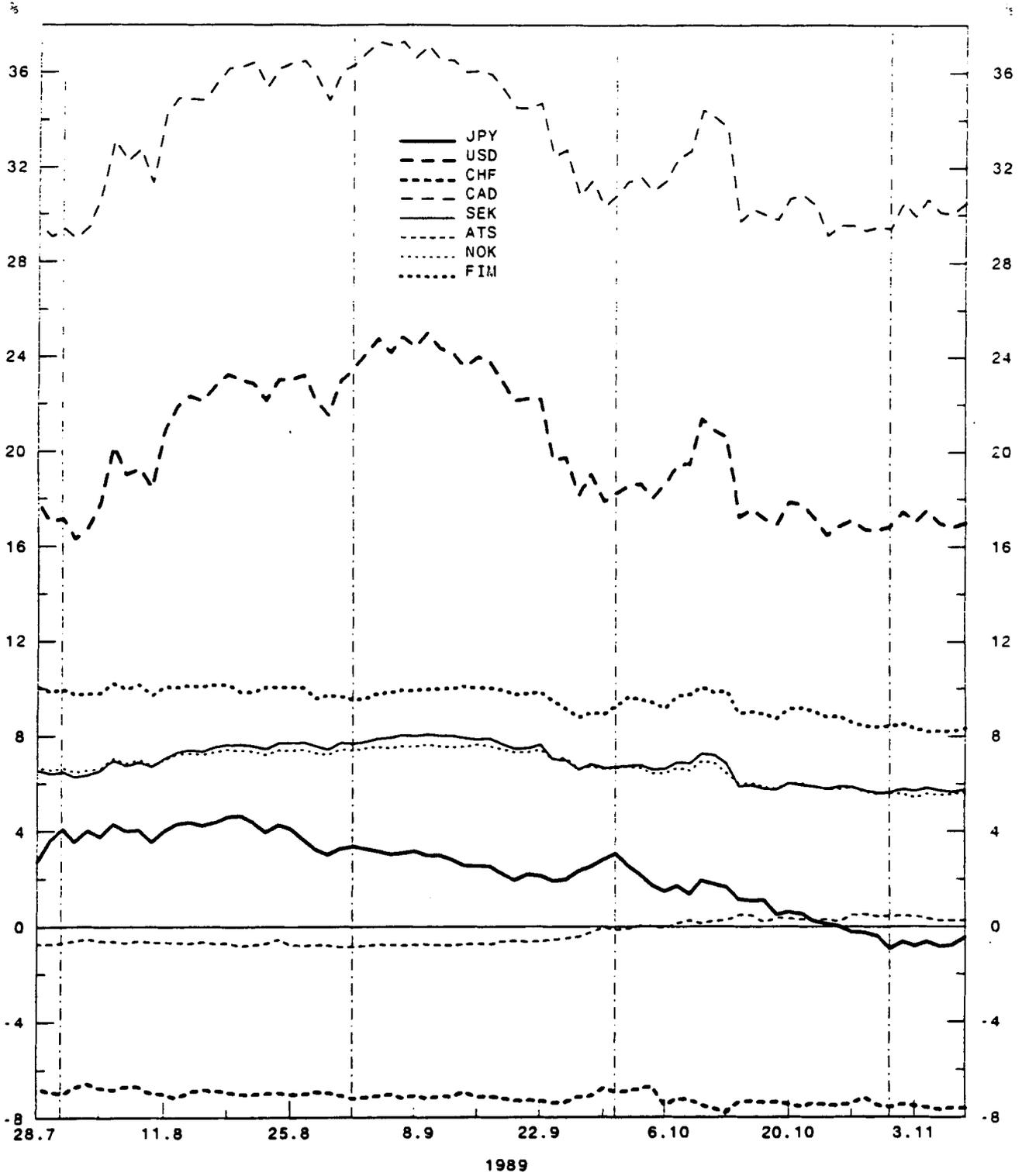
EVOLUTION OF THE POUND STERLING, THE GREEK DRACHMA, AND THE PORTUGUESE ESCUDO, ON THE BASIS OF THE MARKET RATES PREVAILING ON 31ST DECEMBER 1987 AGAINST THE ECU*



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

10.11.1989

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