

PROCES-VERBAL *
DE LA 218^e SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS
DES BANQUES CENTRALES DES ETATS MEMBRES
DE LA COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE
TENUE A BALE, LE MARDI 8 SEPTEMBRE 1987 A 10 HEURES

Sont présents: le Gouverneur de la Banca d'Italia et Président du Comité, M. Ciampi, accompagné par MM. Dini, Masera et Micossi; le Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique, M. Godeaux, accompagné par MM. Janson et Rey; le Gouverneur de la Danmarks Nationalbank, M. Hoffmeyer, accompagné par M. Mikkelsen; le Président de la Deutsche Bundesbank, M. Pöhl, accompagné par MM. Gleske et Rieke; le Gouverneur de la Banque de Grèce, M. Chalikias, accompagné par MM. Papademos et Karamouzis; le Gouverneur du Banco de España, M. Rubio, accompagné par MM. Linde et Durán; le Gouverneur de la Banque de France, M. de Larosière, accompagné par MM. Waitzenegger et Cappanera; le Gouverneur de la Central Bank of Ireland, M. Doyle, accompagné par MM. O'Grady Walshe et Reynolds; le Président de la Nederlandsche Bank, M. Duisenberg, accompagné par MM. Szász et Boot; le Gouverneur du Banco de Portugal, M. Tavares Moreira, accompagné par M. Silva Baptista; le Gouverneur de la Bank of England, M. Leigh-Pemberton, accompagné par MM. Loehnis et Kirby; le Directeur Général Adjoint des Affaires économiques et financières de la Commission des Communautés européennes, M. Mingasson, accompagné par M. Louw; M. Kees, Secrétaire du Comité monétaire; le Directeur Général de l'Institut monétaire luxembourgeois, M. Jaans. Assistent en outre MM. Dalgaard et Raymond, Présidents des groupes d'experts. Le Secrétaire Général du Comité, M. Morelli, et son Adjoint, M. Bascoul, et MM. Scheller et Cook sont aussi présents, ainsi que MM. Bockelmann et Dagassan.

* Texte définitif, approuvé lors de la séance du 10 novembre 1987, présentant par rapport au projet quelques modifications de caractère rédactionnel.

I. Approbation du procès-verbal de la 217e séance

Le Comité approuve à l'unanimité, dans le texte du projet, le procès-verbal de la 217e séance, étant entendu que les amendements éventuellement souhaités par les Gouverneurs pourront être communiqués au Secrétariat dans les semaines prochaines.

II. Echange de vues sur le fonctionnement de la concertation intracommunautaire et sur l'évolution monétaire dans les pays de la CEE:

- Présentation par M. Dalgaard du rapport concernant l'évolution sur les marchés des changes des pays participant à la concertation au cours des mois de juillet et d'août et des premiers jours de septembre 1987;
- Adoption par le Comité du rapport destiné aux Ministres des Finances des pays de la CEE;
- Série mensuelle de statistiques

M. Dalgaard commente brièvement le rapport et met en relief les principaux traits qui ont caractérisé l'évolution du dollar et des monnaies de la CEE.

M. Dini indique que, s'appuyant sur le rapport habituel élaboré par le groupe d'experts présidé par M. Dalgaard, les Suppléants ont eu une brève discussion sur l'évolution des marchés des changes au cours des deux derniers mois, en particulier sur l'apparition de quelques tensions au sein du mécanisme de change du SME. Ces tensions se sont traduites par certaines modifications des positions respectives des pays membres au sein du SME, et notamment par des ventes importantes de devises pour soutenir la lire italienne et, à un degré moindre, le franc belge, le franc français et la livre irlandaise.

Les Suppléants ont examiné en particulier l'influence de la relation dollar EU/deutsche mark sur l'évolution au sein du SME en juillet et en août. Quelques Suppléants ont émis l'opinion que les interventions coordonnées pour enrayer la hausse du dollar EU jusqu'à la mi-août ont joué un rôle dans le renforcement ultérieur du deutsche mark, qui a également concouru à l'apparition de certaines tensions dans le mécanisme de change. D'autres Suppléants ont estimé que la nervosité dans le mécanisme de change était associée plus spécialement à des facteurs internes dans les pays des monnaies concernées et n'avait guère de lien avec le renforcement du deutsche mark.

Une remarque a également été faite au sujet de l'utilisation exclusive, par le Banco de España, du dollar EU pour ses interventions. Des achats nets élevés de la monnaie américaine en vue de contenir l'appréciation de la peseta peuvent entrer en conflit avec l'objectif de stabilisation du cours de change du dollar EU lorsque ce dernier se raffermirait, comme cela a été le cas en juillet et durant la première quinzaine d'août. Le représentant espagnol a déclaré que l'utilisation du dollar EU en tant que monnaie d'intervention ne reflète pas la composition par monnaie des flux de la balance des paiements; elle s'explique par des raisons de tradition et de commodité.

Enfin, les représentants de la Banca d'Italia ont proposé de modifier légèrement la section sur la lire, en vue de mettre l'accent sur le rôle conjugué de la libération des mouvements de capitaux et de l'évolution budgétaire dans l'affaiblissement de la lire au cours des deux mois sous revue. Ils ont souligné que le relèvement du taux d'escompte était, pour une large part, une mesure technique liée aux mesures budgétaires qui ont été introduites en août.

Le Président constate que les Gouverneurs n'ont pas de remarques à propos du rapport: celui-ci est adopté par le Comité et sera transmis aux Ministres des Finances des pays de la CEE selon la procédure habituelle.

III. Examen du rapport du Comité sur le renforcement du SME¹

Le Président rappelle que le Comité est appelé à présenter son rapport à la fin de la semaine à la réunion informelle du Conseil ECOFIN. Il faut donc que les Gouverneurs se mettent d'accord sur un texte aujourd'hui afin que le rapport puisse être transmis aux Ministres au plus tard le jeudi 10 septembre. La procédure convenue en juillet a été suivie, c'est-à-dire qu'un projet a été diffusé fin juillet; une deuxième version a été établie sur la base des remarques recueillies pendant l'été; elle a été examinée par les Suppléants lundi matin et après-midi et a conduit à une troisième version que les Gouverneurs ont reçue ce matin. Cette dernière version reflète le consensus réalisé au niveau des Suppléants mais contient aussi des questions à régler par les Gouverneurs.

1 Voir Annexe II (comportant le troisième projet en date du 28 août 1987, révisé le 7 septembre 1987, et le texte définitif transmis aux Ministres en anglais et en français).

A. Exposé de M. Dini

Les Suppléants ont examiné en détail le projet de rapport sur le renforcement du SME. Ils se sont penchés plus spécialement sur les paragraphes contenant différentes options qui s'offrent au niveau des politiques à mettre en oeuvre.

A l'ouverture de la discussion, les représentants de la Deutsche Bundesbank ont fait une déclaration liminaire en vue de clarifier leur philosophie et leur attitude générale concernant l'évolution du SME. Ils ont souligné que les pays du SME doivent poursuivre l'effort de stabilisation des prix et des cours de change, conditions indispensables au progrès du SME.

S'il n'y a pas eu de désaccord sur ces objectifs fondamentaux du SME, des opinions quelque peu divergentes ont toutefois été exprimées parmi les membres sur les possibilités de les réaliser. A cet égard, la Bundesbank considère la stabilité interne dans tous les pays membres comme le fondement de la stabilité des cours de change au sein du SME. Les interventions sur les marchés des changes et les mécanismes de financement connexes sont utiles et nécessaires pour défendre les cours de change, mais une grande prudence est de mise lorsqu'il s'agit de recourir à ces instruments, pour éviter que leur utilisation n'aille pas à l'encontre des politiques internes appropriées. Tout en reconnaissant qu'il s'agit là d'une question de degré, les représentants de la Bundesbank ont souligné que: i) le fait d'accorder trop d'importance aux interventions et à leur financement pourrait réduire l'incitation à poursuivre des politiques orientées vers la stabilité; et ii) en tout état de cause la Bundesbank ne pourrait accepter des règles qui affaibliraient sa politique axée sur la stabilité. Ils font également remarquer que c'est la stabilité économique interne de l'Allemagne qui a rendu la détention du deutsche mark très attrayante. S'il était estimé que la fermeté du deutsche mark pose un problème pour le SME, la solution ne pourrait consister en une altération de sa stabilité. Il appartiendrait, au contraire, aux autres pays de s'orienter vers davantage de stabilité, de manière qu'il y ait d'autres monnaies fortes dans le système susceptibles d'acquérir le statut de monnaie de réserve et de réduire ainsi le rôle relatif du deutsche mark. De l'avis des représentants de la Bundesbank, c'est en fonction de ces principes directeurs qu'il conviendrait d'évaluer les propositions de modifications des mécanismes du SME. Cela signifie que les possibilités d'interventions et de financement devraient être maintenues dans des

limites bien définies; cela ne signifie pas que la Bundesbank, en revanche, aborde ces questions dans un esprit négatif, ni qu'elle s'oppose aux améliorations du système.

D'autres Suppléants soulignent que le projet de rapport avait le mérite d'analyser clairement le fonctionnement du système et d'indiquer les procédures que les Gouverneurs envisagent de suivre pour faire face à son évolution. Tout aussi important est le fait que le rapport précise les initiatives que les Gouverneurs ont retenues pour améliorer le fonctionnement du système.

A cet égard, et en ce qui concerne plus spécialement la procédure de surveillance proposée, les représentants de la Commission de la CEE ont rappelé que, selon les statuts du FECOM, il appartiendrait à cet organisme de mettre en oeuvre cette surveillance. Certains Suppléants estiment, en revanche, qu'un tel transfert de responsabilité à un organisme créé par une décision du Conseil modifierait les automatismes régulateurs du système.

Les modifications que les Suppléants proposent pour le rapport figurent dans le projet révisé adressé aux Gouverneurs. Comme on peut le constater, dans un certain nombre de cas des opinions différentes ont été réconciliées et un accord a été obtenu sur une formulation unique. Parmi les amendements convenus, il y a lieu de signaler la nouvelle version du paragraphe 7 qui met davantage l'accent sur l'importance des politiques internes orientées vers la stabilité comme base de stabilité des cours de change. Plusieurs questions-clés restent cependant ouvertes et nécessitent une décision des Gouverneurs. Elles concernent les paragraphes 33, 34 et 37.

Au paragraphe 33, une décision doit être prise en ce qui concerne le plafond du renouvellement automatique des opérations de financement initiales au terme du FTCT, qui est équivalent actuellement à la quote-part débitrice des diverses banques centrales dans le mécanisme de soutien monétaire à court terme; de l'avis de certains Suppléants, ce plafond devrait être doublé et porté donc à 200% de ces quotes-parts.

Deux versions sont proposées pour le paragraphe 34, qui traite du recours au FTCT pour les interventions intramarginales. La différence essentielle entre les deux options est la suivante: selon la première, le recours au FTCT pour les interventions intramarginales serait autorisé par les Gouverneurs sur une base ad hoc, dans le cadre de la procédure de surveillance renforcée, s'il était reconnu qu'elles sont dans l'intérêt du système et si la banque centrale émettrice consentait à leur financement. Cette procédure ne comporterait pas l'établissement de nouvelles règles ou

obligations formelles, mais simplement une utilisation plus complète des arrangements existants fondée sur des décisions discrétionnaires collectives prises sur une base cas par cas.

Selon la seconde option, proposée par les représentants de la Bundesbank, on établirait une présomption selon laquelle les interventions intramarginales approuvées par la banque centrale émettrice de la monnaie d'intervention pourraient donner accès au FTCT dans des limites spécifiées et sous réserve que la banque centrale débitrice soit prête à utiliser ses avoirs en monnaie d'intervention pour des montants à convenir. En conséquence, dans ce cas, le financement à très court terme des interventions intramarginales serait rendu possible avec un degré plus élevé d'automatisme, mais dans des limites fixées, sur une base bilatérale.

Dans les deux cas, la banque centrale créancière conserverait le droit de demander le remboursement dans sa propre monnaie si cela s'avérait nécessaire pour des raisons tenant à la maîtrise de la situation monétaire interne.

Deux options ont également été proposées en ce qui concerne l'acceptabilité de l'Ecu dans le règlement de dettes parmi les banques centrales du SME (paragraphe 37). Dans la première, l'obligation d'acceptation serait explicitement relevée par rapport à son niveau actuel de 50% de l'endettement en cours au terme du FTCT. D'après la seconde, l'obligation d'acceptation existante ne serait pas modifiée, mais on établirait une présomption selon laquelle les Ecus seraient acceptés au-delà des obligations existantes, pour autant qu'il n'en résulterait pas une composition déséquilibrée des réserves ou des positions débitrices ou créditrices excessives.

Enfin, si aucun d'accord n'a été enregistré sur la rédaction du paragraphe 35 et si aucune proposition de modification n'a été avancée, certaines observations de nature plus générale ont été faites, et devraient figurer dans le procès-verbal.

Quelques Suppléants émettent de vives réserves à l'égard de toute approche impliquant un engagement ou une obligation d'acheter et de détenir des avoirs en monnaies du SME. Pour cette raison, ces Suppléants ont souligné que le texte du paragraphe 35 ne devrait pas être interprété comme signifiant que l'accroissement de la détention réciproque de monnaies du SME soit favorisé en règle générale; certaines difficultés qui en résulteraient ont été mentionnées au paragraphe 14 du rapport. En outre, un Suppléant a estimé qu'une telle politique pourrait entraîner un transfert indésirable de responsabilité pour décider jusqu'à quel degré et pendant

combien de temps les monnaies sous pression devraient être soutenues: il est fait valoir qu'une banque centrale accumulant des avoirs en monnaies faibles pourrait elle-même se trouver responsable de facto du déclenchement d'une crise si elle était amenée à décider qu'une accumulation supplémentaire ne serait pas acceptable en raison de la situation monétaire interne.

Un autre Suppléant a fait remarquer qu'une politique destinée à encourager l'accroissement de la détention réciproque de monnaies de la CEE pourrait entraîner des distorsions des cours de change, étant donné qu'en pratique un nombre limité seulement de monnaies seraient concernées. L'utilisation accrue à cet effet d'avoirs en Ecus privés n'aurait pas de telles conséquences indésirables.

B. Discussion du Comité

Le Président remercie M. Dini pour le travail très précis et détaillé que les Suppléants ont fait: il propose tout d'abord de vérifier s'il n'y a pas de remarques sur les premiers paragraphes, de 1 à 32 dont le sort a été réglé par les Suppléants et ensuite de se concentrer sur les paragraphes 33, 34 et 37 qui soulèvent encore des problèmes.

M. de Larosière indique qu'il n'a pas de difficultés avec les 32 premiers paragraphes à l'exception du paragraphe 32 pour lequel il suggère de supprimer la première phrase qui est trop générale et péremptoire et de supprimer le mot "nonetheless" dans la dernière phrase.

M. Duisenberg tient tout d'abord à remercier le Président du Comité des Suppléants, les Suppléants, le Secrétariat et tous les collaborateurs qui ont travaillé dur et ont fourni un rapport substantiel dont les Gouverneurs peuvent être fiers. Les 32 premiers paragraphes reflètent déjà des concessions et des compromis qui peuvent être acceptés et dans cet esprit l'amendement proposé par M. de Larosière peut aussi être retenu. En ce qui concerne le paragraphe 33, même s'il n'apparaît pas de besoin urgent de modifier la règle du plafond appliqué au renouvellement automatique du financement à très court terme, le doublement du plafond qui est proposé peut être accepté.

Pour le paragraphe 34, deux versions sont proposées. Le "rapport concertation" couvrant juillet et août 1987 qui n'a pas fait l'objet de discussion, indique qu'il n'y a pas eu d'interventions obligatoires mais seulement des interventions intramarginales importantes qui n'ont pas soulevé de problèmes. Cela montre que le SME fonctionne d'une manière

flexible, acceptable et efficace. Placer les interventions intramarginales dans le cadre du nouveau monitoring entraînera certains formalismes et procédures qui rendront le processus moins flexible qu'actuellement. L'esprit de coopération dans lequel les interventions intramarginales sont effectuées doit laisser à la banque centrale créancière une présomption de pouvoir dire non, mais il est à souligner que, dans le passé, les refus ont été très rares. La version 34bis est donc préférable. Il en est de même pour la version 37bis du paragraphe concernant la limite d'acceptabilité de l'Ecu. Le relèvement de celle-ci à 100% n'est pas acceptable. En effet, il est à craindre que la possibilité de créer des Ecus contre rien soit envisagée à nouveau à l'avenir. (La Commission a déjà fait des propositions dans ce sens.) Si une telle idée se concrétisait sous la forme soit d'une création directe d'Ecus, soit d'une acceptation dans les réserves nationales des monnaies des partenaires, il serait alors très difficile de renoncer à une acceptabilité à 100%. On avait déjà parlé d'une possibilité de ce genre à Brême en 1978 et le Premier Ministre néerlandais de l'époque avait exprimé une réserve formelle inscrite au procès-verbal de séance. Une telle création monétaire ne peut pas être acceptée sans une banque centrale européenne commune et forte.

Le Président indique que l'absence d'une discussion du rapport concertation s'explique certainement par le fait que les Gouverneurs sont conscients qu'ils doivent mettre au point leur rapport aux Ministres. Si cela est fait rapidement, il sera possible de revenir sur le rapport présenté par M. Dalgaard et sur les commentaires de M. Dini. Par ailleurs, le rapport du Comité devrait comporter des suites notamment en matière de monitoring, ce qui signifie que les collaborateurs prépareront de manière plus approfondie les discussions que les Gouverneurs devront tenir sur la situation du marché des changes et des marchés monétaires et sur les politiques des banques centrales.

Le Président constate que le Comité est d'accord sur la version raccourcie du paragraphe 32 proposée par M. de Larosière.

M. Pöhl remercie M. Dini et les Suppléants qui ont fait un travail excellent. Comme il a déjà été dit, les paragraphes 1 à 31 représentent des solutions transactionnelles que tous les Gouverneurs semblent pouvoir accepter. La version raccourcie du paragraphe 32 proposée par M. de Larosière est également acceptable ainsi que le 200% qui est entre crochets au paragraphe 33, c'est-à-dire le doublement du plafond appliqué actuellement au renouvellement automatique du financement à très court terme.

En ce qui concerne le paragraphe 34, la version 34bis proposée par la Deutsche Bundesbank est plus réaliste et plus réalisable que la première version. En effet, comment les Gouverneurs pourraient-ils décider une fois par mois des modalités de financement d'interventions intramarginales ponctuelles? ces interventions doivent souvent être faites très vite et la réponse à la question de savoir de quelle manière elles devraient être financées ne peut pas attendre les séances du Comité. Jusqu'ici, le régime des interventions intramarginales n'a pas démerité mais la formule proposée est pratique et va plus loin car, s'il n'y a pas un accès automatique au financement à très court terme, pratiquement ce sera automatique, c'est-à-dire que sauf cas exceptionnel on ne mettrait pas en doute le recours au financement à travers le FECOM. Il s'agit là d'une concession appréciable de la Deutsche Bundesbank étant donné que c'est sa monnaie qui est habituellement utilisée. La formule proposée représente une possibilité supplémentaire qui s'ajoutera au mécanisme de mobilisation institué en juillet 1985, aux accords bilatéraux qui peuvent toujours être utilisés et qui l'ont été plusieurs fois dans le passé et évidemment à l'utilisation des réserves existantes. Il est donc normal de fixer quelques limites à la nouvelle facilité, même si ces limites pourront peut-être être dépassées si la situation le justifie. En pratique, tous les vœux légitimes de financement des interventions intramarginales devraient pouvoir être satisfaits.

En ce qui concerne la limite d'acceptabilité de l'Ecu (paragraphe 37), la proposition néerlandaise contenue dans la version 37bis est à retenir mais pour des raisons différentes de celles avancées par M. Duisenberg. En effet, la création d'Ecus ex nihilo poserait des problèmes mais elle ne pourrait se faire sans l'avis et l'accord des Gouverneurs. En fait, la suppression de la limite de 50% ne donnerait pas lieu à des problèmes graves car il est peu probable que des accumulations énormes d'Ecus se produisent dans les banques centrales. Une telle crainte avait amené la Bundesbank à demander en 1978/1979 l'introduction de la limite d'acceptabilité. Il faut voir qu'il est dans l'intérêt de tous, notamment à l'heure actuelle avec la politique de stabilisation du dollar, que, par exemple, la Bundesbank dispose de réserves librement utilisables et ne soit pas surchargée d'Ecus utilisables uniquement à l'intérieur du cercle européen. Toutefois, les craintes initiales ont été démenties par les faits et dans la pratique il n'y a pas eu d'accumulation excessive d'Ecus et il n'y a pas eu non plus de difficultés du côté des débiteurs à cause de la limite de 50%. Dans ces conditions, sans changer celle-ci, on

pourrait faire comme si elle n'existait pas; on pourrait donc régler jusqu'à 100% en Ecus, et au terme d'une période de deux ans, si l'expérience n'a pas révélé de problèmes, on pourrait sanctionner la pratique par une décision formelle supprimant la limite d'acceptabilité. Il s'agirait donc d'un "gentleman's agreement" qui permettrait de mettre entre parenthèses la limite d'acceptabilité pendant deux ans; à l'issue de cette période, soit on supprimerait la limite, soit on la reformaliserait ou confirmerait si, contrairement aux attentes, des difficultés étaient apparues.

M. Pöhl souligne, en terminant son intervention, l'intérêt que les Gouverneurs se mettent d'accord aujourd'hui sur un texte définitif que le Président du Comité présenterait aux Ministres des Finances de la CEE le samedi 12 septembre 1987. Il est clair, en effet, que les mesures discutées relèvent de l'accord sur le SME conclu entre les banques centrales et donc de la compétence de celles-ci. Il conviendrait de faire connaître à l'extérieur, après la séance, l'accord unanime des Gouverneurs, peut-être sous la forme d'un communiqué.

Le Président est convaincu que tous les Gouverneurs sont conscients qu'ils doivent se mettre d'accord aujourd'hui et qu'ils doivent présenter une position unanime aux Ministres. La question de la publicité à donner à cet accord pourra être reprise à la fin du débat sur le fond.

M. de Larosière s'associe aux remerciements déjà prononcés à l'adresse de M. Dini et des Suppléants pour la qualité du travail mené, la densité et l'intelligence du texte.

En ce qui concerne le paragraphe 33, M. de Larosière apprécie l'accord de MM. Duisenberg et Pöhl sur le doublement du plafond des renouvellements automatiques du financement à très court terme et s'associe à cette position.

En ce qui concerne le financement des interventions intra-marginales, M. de Larosière se rallie au texte proposé par la Deutsche Bundesbank, paragraphe 34bis, avec cependant deux remarques. La première, la plus importante, porte sur le montant du recours au financement à très court terme. Le chiffre proposé, à savoir la quote-part débitrice dans le soutien monétaire à court terme (soit, par exemple, 1.740 millions d'Ecus pour la Banque de France), est faible par rapport à l'ampleur des mouvements de capitaux et des interventions sur le marché des changes. Par conséquent, si l'on tient compte de la réalité et du fait qu'on ne revient pas continuellement sur ce genre de proposition, un montant égal à deux fois la quote-part débitrice serait plus réaliste, étant entendu que,

au-delà, il est toujours possible à des banques centrales de se mettre d'accord sur une base ad hoc. La seconde remarque annexe est technique et concerne le troisième tiret du paragraphe 34bis: il serait mieux de commencer ce texte en rappelant que les règlements se feront conformément à l'Article 16.1 de l'accord des banques centrales du 13 mars 1979, ce qui est la règle normale, et d'ajouter ensuite que le droit de la banque centrale créancière de demander le règlement dans sa propre monnaie serait exercé si cela apparaît possible et nécessaire à la lumière des conditions monétaires dans son pays. L'adjonction de "possible" s'impose car il peut y avoir des circonstances où le débiteur ne détient plus de monnaie du créancier.

En ce qui concerne la limite d'acceptabilité de l'Ecu, M. de Larosière partage le souci à plus long terme, exprimé par M. Duisenberg, sur la création d'Ecus ex nihilo alors qu'il n'y aurait aucune limite d'acceptabilité. Le point de départ, toutefois, doit être différent. Dans le système actuel, les Ecus sont entièrement gagés par de l'or et des dollars. Il semble donc que l'on pourrait proposer que, compte tenu de ces modalités d'émission, le x% du paragraphe 37 soit remplacé par 100% et qu'on pourrait revoir cette règle après deux ans. La version 37bis est gênante en ce sens qu'elle soumet l'acceptabilité au-delà de 50% à des critères assez vagues, telles que la composition déséquilibrée des réserves ou l'apparition de positions débitrices ou créditrices excessives en Ecus. Il serait mieux, soit de fixer immédiatement de nouvelles règles claires et quantifiées, soit, au moins, de dire qu'en pratique on ne tiendra pas compte de la limite de 50%, quitte à examiner l'évolution pendant une période de deux ans. Une telle position rejoindrait l'ouverture intéressante faite par M. Pöhl.

M. Godeaux considère, comme les intervenants précédents, que le Comité des Suppléants, et en particulier son Président, a fait un travail excellent et très productif. Le rapport porte la trace des compromis qui ont été nécessaires mais c'est sur une telle base que des progrès sont possibles.

- En ce qui concerne les points particuliers, M. Godeaux indique:
- qu'il accepte l'amendement proposé par M. de Larosière pour le paragraphe 32 ainsi que le paragraphe 33 avec le doublement du plafond appliqué au renouvellement automatique du financement à très court terme;
 - que sa préférence va vers le paragraphe 34bis pour le financement des interventions intramarginales, texte qu'il peut accepter tel

qu'il est rédigé ou éventuellement avec les modifications proposées par M. de Larosière;

- que la possibilité de règlements à 100% en Ecus (paragraphe 37) revêt une valeur de symbole importante pour les marchés et les opinions publiques même si en pratique peu de conséquences sont à attendre. Il serait donc utile que le "gentleman's agreement" ou "l'understanding" dont a parlé M. Pöhl, qui pourrait durer deux ans dans les conditions actuelles de création de l'Ecu, soit rendu public. Si une telle information était donnée, il ne serait pas nécessaire de modifier dès à présent les règles formelles. On dirait que celles-ci demeurent mais qu'il a été entendu que de facto les règlements à 100% en Ecus seraient acceptés durant une période de transition de deux ans au cours de laquelle on pourra voir comment cette formule évolue.

M. Leigh-Pemberton marque son accord sur le paragraphe 32, amendé selon la proposition de M. de Larosière, et sur le paragraphe 33 avec le doublement du plafond relatif au renouvellement automatique du financement à très court terme. En ce qui concerne le paragraphe 34, il indique sa nette préférence pour la version 34bis, en soulignant que la banque centrale créancière doit recevoir un droit de demander le règlement dans sa propre monnaie. Ce droit est important car le règlement peut n'avoir lieu que trois mois et demi après l'intervention et il devrait pouvoir être exercé quelle que soit l'incertitude que cela pourrait représenter pour le débiteur. La version actuelle du 34bis gagnerait donc à être conservée.

En ce qui concerne la limite d'acceptabilité de l'Ecu, M. Leigh Pemberton peut accepter l'une ou l'autre version du paragraphe 37 avec une légère préférence pour le 37bis dans l'esprit de "l'understanding" ou des explications données par M. Pöhl. Il termine en félicitant M. Dini et les Suppléants ainsi que le Président du Comité pour le travail accompli, qui répond en fait au mandat reçu à Palerme, et en appuyant la position de M. Pöhl pour bien préciser que le rapport est un document des Gouverneurs.

M. Pöhl se réfère aux modifications qui ont été suggérées. On peut comprendre M. de Larosière quand il dit que une fois la quote-part débitrice dans le soutien monétaire à court terme est une limite assez faible pour le financement des interventions intramarginales. Il faut voir, cependant, qu'une banque centrale créancière peut se trouver en face de plusieurs quotes-parts. En théorie, si toutes les banques centrales de la CEE participaient au mécanisme de change et étaient amenées à vendre des

deutsche marks, la Deutsche Bundesbank pourrait devoir financer plus de 7 milliards d'Ecus. Bien sûr, en pratique c'est très peu plausible, mais le montant est impressionnant. D'autre part, comme il a été dit, il est possible, par accord entre les deux partenaires, d'aller au-delà de la limite. M. Pöhl se déclare toutefois prêt à accepter la proposition de M. de Larosière, à savoir que la limite soit portée à deux fois la quote-part débitrice dans le soutien monétaire à court terme. Il est également d'accord pour retenir, selon une formule à préciser, l'idée que, si une banque centrale débitrice ne détient pas la monnaie du créancier, elle ne peut pas être tenue de régler dans cette monnaie.

En ce qui concerne le paragraphe 37bis relatif à la limite d'acceptabilité de l'Ecu, M. Pöhl partage les remarques faites par M. Godeaux et propose de rendre le texte plus précis en ajoutant "jusqu'à 100%" et une phrase supplémentaire qui dirait que les règles relatives à l'Ecu officiel feront l'objet d'une revue après deux années d'expérience. M. Pöhl précise qu'il n'est pas opposé à la suppression de la limite de 50% mais qu'il souhaite éviter un engagement formel immédiat. De facto, les règlements se feraient à 100% en Ecus et lors du réexamen au bout de deux ans on formaliserait la pratique s'il n'y a pas eu de problèmes ou on discuterait si des difficultés étaient apparues.

M. Duisenberg indique qu'il est prêt à accepter:

- la proposition de M. de Larosière de fixer au double de la quote-part débitrice la limite applicable au financement des interventions intramarginales (cela sera symétrique au relèvement du plafond applicable au renouvellement automatique du financement à très court terme des interventions aux limites);
- les adjonctions suggérées par MM. Godeaux et Pöhl concernant le paragraphe 37bis.

M. Doyle indique qu'il n'a pas de réserves sur la substance du rapport mais qu'il a quelques suggestions ou questions pour clarifier ou améliorer le texte. Ainsi, dans le paragraphe 34bis il serait mieux de supprimer "are ready to" et de dire directement "They accept a presumption". Dans la même phrase, l'expression "normally" devrait être supprimée sinon on pourrait se demander quelles sont les circonstances anormales.

M. Doyle précise qu'il pourrait accepter l'une ou l'autre version du paragraphe 37; dans la version 37bis, qui semble recueillir les préférences, les expressions "déséquilibré" et "excessives" ne sont pas très heureux et manquent de précision.

Le Président fait le point sur l'état de la discussion et constate que des progrès importants ont été accomplis:

- Au paragraphe 33, les Gouverneurs sont d'accord pour accepter que le plafond appliqué au renouvellement automatique du financement à très court terme soit doublé, c'est-à-dire porté à 200% de la quote-part débitrice dans le soutien monétaire à court terme;
- Le paragraphe 34bis est retenu avec quelques changements. Dans la troisième phrase les expressions "are ready to" et "normally" sont supprimées. Dans le premier tiret, l'expression "financing" remplacerait "interventions" et on ajouterait le double (ou 200%) avant "de la quote-part débitrice". Le deuxième tiret resterait inchangé.

Pour le troisième tiret, en tenant compte de remarques précédentes et de propositions avancées par MM. Dini et Pöhl, le texte serait le suivant: "repayments shall be made in accordance with the rules specified in Article 16.1 of the EMS Agreement. The creditor central bank reserves the right to request payment in its own currency if this appears necessary in the light of its own monetary conditions, taking into account the reserve position of the debtor central bank".

Le Président attire l'attention sur le fait que l'adoption du paragraphe 34bis amène à changer le paragraphe 31, c'est-à-dire à supprimer les quatre dernières lignes après "co-ordination".

Le Comité marque son accord sur la suppression proposée par le Président.

En ce qui concerne le paragraphe 37bis, après diverses interventions de MM. Dini, Pöhl, Duisenberg et du Président, le Comité s'accorde pour changer le texte comme suit: Dans la première phrase les mots "and up to 100 per cent." sont introduits après "central bank's obligation". La seconde phrase est remplacée par le texte ci-après: "After two years of experience, the formal rules relating to the official ECU will be subject to review".

Le Président indique qu'il est dommage que le rapport se termine au paragraphe 39 avec la mention de l'absence d'accord du Comité sur le lien entre l'Ecu officiel et l'Ecu privé. Il propose donc de modifier le texte et après diverses suggestions le Comité convient de terminer le paragraphe après "private ECU market" par "issues which the Committee of Governors will keep under review".

Le Président remercie une nouvelle fois tous ceux qui ont contribué à l'heureuse issue de ce travail, travail qui a été mené dans un

esprit de coopération tout à fait remarquable. Revenant sur la question de la publicité évoquée par M. Pöhl, il indique que, en sa qualité de Président du Comité, il informera les journalistes, après la séance, que les Gouverneurs ont approuvé un rapport qui sera présenté le 12 septembre 1987 à la réunion informelle du Conseil ECOFIN. Sans révéler le contenu du rapport, dont la primeur sera réservée aux Ministres des Finances, il sera précisé que ce rapport contient un accord unanime des Gouverneurs de nature à apporter des progrès techniques relevant de la compétence des banques centrales et portant sur des aspects importants et opérationnels du fonctionnement du SME. Il n'est pas question de parler de compromis mais de souligner au contraire que le rapport a été approuvé à l'unanimité sans aucune réserve.

Après diverses remarques, le Comité convient que le texte définitif du rapport, qui sera expédié par téléfax aux Gouverneurs le jeudi 10 septembre, sera remis directement par les Gouverneurs aux Ministres des Finances dans les capitales respectives. Le Président du Comité remettra lui-même officiellement le rapport au Président du Conseil ECOFIN à Nyborg.

IV. Echange de vues sur les points à l'ordre du jour des réunions de Washington

Le Président constate qu'il n'y a pas de remarques sous ce point; il rappelle que, si c'est nécessaire, les Gouverneurs pourraient revenir sur ces questions à Nyborg en marge de la réunion informelle du Conseil ECOFIN.

V. Echange de vues sur l'évolution récente des finances publiques et implications pour la politique économique

Le Président rappelle que la note annuelle sur les finances publiques figurait déjà à l'ordre du jour de la séance de juillet. Faute de temps, les Gouverneurs n'ont pu qu'écouter la présentation faite par M. Raymond et ils ont décidé de reporter la discussion de la note ainsi que sa transmission aux Ministres des Finances de la CEE. Le Président invite M. Raymond à rappeler les traits essentiels de la note.

Exposé de M. Raymond

Cinq idées peuvent être mises en exergue.

1. Pour la Communauté prise dans son ensemble, dépenses, recettes et déficits publics ont vu leur part dans le produit intérieur brut se réduire en 1986. Les orientations ont été différentes selon les pays, les uns s'efforçant essentiellement de réduire le déficit public (l'Italie, l'Espagne et la Grèce), d'autres mettant l'accent sur la réduction du poids relatif du secteur public dans l'économie, à la fois en termes de recettes, de dépenses et éventuellement de patrimoine public sous forme de dénationalisation, par exemple au Royaume-Uni, en Allemagne et en France.
2. La baisse des recettes publiques a été plus faible que celle des dépenses publiques car, si des allègements d'impôts ont été mis en oeuvre dans plusieurs Etats membres, en revanche l'assiette de la taxation s'est élargie et en particulier, du fait d'une conjoncture meilleure, les revenus taxés ont eu tendance à croître plus rapidement que précédemment. En outre, certains pays ont introduit la TVA (Espagne et Portugal), d'autres des taxes sur l'énergie pour confisquer tout ou partie du gain de pouvoir d'achat dû à la baisse du prix de pétrole (Grèce).
3. Les ratios dette publique/produit national brut ont continué de se détériorer, malgré une amélioration des déficits publics. Ces déficits se sont quand même ajoutés à des dettes publiques antérieures, et il est donc normal que le ratio dette publique/PNB ait continué de se détériorer. Il a atteint 58% du PNB pour l'ensemble de la Communauté, progressant de 1,4 point en 1986. Il faut remarquer que cela est essentiellement le fait des pays où déjà le ratio dette publique/PNB est élevé, comme l'Irlande, les Pays-Bas, la Belgique, l'Italie et l'Espagne. Par conséquent, l'évolution sur ce point particulier de la dette publique est moins favorable puisqu'elle tend à accroître les disparités, les pays où la dette publique étant la plus forte aggravant encore leur situation.
4. Les experts ont eu le sentiment que la conjoncture de 1986 avait été, après tout, presque exceptionnellement favorable dans un monde qui n'est pas très brillant, grâce à la baisse du prix du pétrole, à la rapidité de la désinflation et à une meilleure croissance, mais que l'ajustement budgétaire réalisé en 1986 n'était pas très satisfaisant. L'ajustement structurel, en particulier, aurait pu être plus important compte tenu de cette conjoncture favorable; peut-être n'a-t-on pas saisi pleinement la chance qui s'offrait.
5. Pour 1987, et peut-être 1988, il sera plus difficile de poursuivre une amélioration structurelle, car la conjoncture se révèle un peu

moins favorable, la croissance a été révisée en baisse par rapport aux prévisions initiales pour beaucoup de pays. Dans ces conditions, il est à craindre que, pour 1987 et peut-être pour 1988, les conclusions de l'analyse des finances publiques ne soient pas aussi favorables.

M. Duisenberg accepte les conclusions de l'étude sur les finances publiques, conclusions qui ne sont pas très flatteuses pour nombre de pays et qu'il est regrettable de ne pas pouvoir discuter de manière approfondie par manque de temps aujourd'hui. Il se déclare prêt malgré tout à transmettre la note aux Ministres des Finances de la CEE.

Le Président constate l'accord des Gouverneurs pour la transmission de la note aux Ministres en suivant la procédure écrite habituelle qui permet aux banques centrales de communiquer au Secrétariat les changements qu'elles souhaiteraient incorporer dans la note à transmettre.

VI. Autres questions relevant de la compétence du Comité

Il n'y a pas d'autres questions.

VII. Date et lieu de la prochaine séance

La prochaine séance du Comité aura lieu à Bâle, le mardi 10 novembre 1987.

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

JUILLET ET AOUT 1987

Le présent rapport retrace l'évolution, durant les mois de juillet et d'août et les premiers jours de septembre 1987, du marché des changes et des interventions effectuées par les banques centrales participant à la concertation¹.

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

En juillet et août, les marchés des changes ont été essentiellement caractérisés par les développements suivants:

- un raffermissement du dollar jusqu'à la mi-août, suivi d'une forte baisse;
- une appréciation du yen;
- une certaine nervosité au sein du SME.

Le dollar EU s'est généralement raffermi jusqu'à la mi-août, atteignant son niveau le plus haut depuis six mois. Il s'est ensuite replié à la suite de la publication de chiffres indiquant une nouvelle aggravation du déficit commercial des Etats-Unis, ce qui a suscité des préoccupations dans le marché au sujet du rythme désespérément lent du processus d'ajustement économique international. En août, la Banque de Réserve Fédérale et un certain nombre d'autres grandes banques centrales ont d'abord vendu puis acheté des dollars pour favoriser une plus grande

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

stabilité des cours de change. Au total, le dollar a perdu 3,2% par rapport au yen et 0,8% à l'égard du deutsche mark au terme de la période de deux mois.

Au sein du SME, une certaine nervosité s'est fait jour durant le mois d'août lorsque la couronne danoise s'est fortement repliée et que d'autres monnaies ont été stabilisées par des interventions et, dans une certaine mesure, par des relèvements de taux d'intérêt.

En juillet et au début d'août, quand le dollar s'est dans l'ensemble apprécié, le deutsche mark s'est affaibli légèrement vis-à-vis de la plupart des autres monnaies. Ce mouvement s'est inversé en août. A la fin de la période sous revue son indice pondéré s'est situé à 171,6 (1972 = 100), soit un niveau peu différent de celui de fin juillet (171,8). Ce n'est qu'à l'égard de la couronne danoise (+1,5%) et du yen japonais (-2,3%) que de fortes variations ont été enregistrées.

Le franc français a été très ferme en juillet, la baisse des taux directeurs de la Banque de France ayant été accueillie avec faveur par le marché. Il a été affecté durant la première quinzaine d'août par quelques dégagements consécutifs à des rumeurs de réalignement dans le SME. Le franc a été ensuite assez stable, mais des pressions se sont amorcées tout en fin de mois, en liaison cette fois avec la progression du deutsche mark contre le dollar.

Le franc belge est demeuré relativement ferme. La Banque Nationale de Belgique a de nouveau réduit de 0,25% ses taux officiels et a poursuivi ses achats de devises. Dès la première semaine d'août, le franc belge s'est quelque peu affaibli, suite aux tensions apparues au sein du SME. La Banque Nationale de Belgique a été amenée à intervenir à la vente pour des montants relativement importants.

Le florin néerlandais a rejoint la partie supérieure de la bande du SME, à l'instar du deutsche mark. La bonne tenue du florin a permis à la Nederlandsche Bank d'acheter un montant modeste de deutsche marks en juillet et au début du mois d'août.

La couronne danoise s'est fortement repliée durant la première quinzaine d'août pour devenir la monnaie la plus faible du SME. Elle s'est stabilisée dans la partie inférieure de la bande étroite et, plus tard dans le mois, l'annonce d'élections générales n'a pas eu d'influence dans le marché. La Danmarks Nationalbank n'est pas intervenue sur le marché.

En juillet la livre irlandaise a été très stable au sein du SME. Par suite d'importantes entrées de capitaux en cours de mois, la Central Bank of Ireland a été amenée à effectuer des achats de devises. La livre

irlandaise a maintenu sa position stable au sein du SME pendant la plus grande partie du mois d'août. Sous l'effet toutefois d'une demande nette de devises durant la dernière semaine de la période, la monnaie irlandaise s'est quelque peu affaiblie, ce qui a conduit la Central Bank of Ireland à procéder à des ventes de devises.

La lire italienne a été soumise à des pressions durant les deux mois sous revue, du fait en partie de flux spéculatifs liés à la libéralisation des changes et au relèvement des taux d'intérêt à l'étranger, en présence d'une demande interne progressant plus vite que la demande internationale et entraînant un certain affaiblissement de la balance des paiements courants. La Banca d'Italia s'est vivement opposée à ces pressions au moyen d'importantes ventes de devises et d'une hausse des taux du marché monétaire. Cette action a permis de stabiliser le cours de change dans la partie inférieure de la bande étroite du SME. A la fin du mois d'août les autorités ont complété l'action restrictive par des mesures fiscales et par un relèvement du taux d'escompte de 11,50% à 12%.

La livre sterling a évolué calmement au début du mois de juillet, mais s'est raffermie au milieu du mois sous l'effet de la hausse des prix pétroliers déclenchée par les tensions dans le Golfe. L'annonce d'un déficit commercial plus élevé que prévu et la crainte que l'expansion monétaire puisse refléter une certaine surchauffe sur le plan interne ont été à l'origine du repli ultérieur de la livre. Par suite de ces préoccupations, la livre sterling a généralement cédé du terrain durant la plus grande partie du mois d'août. Le relèvement de 1% des taux de base à 10% le 6 août, qui a principalement reflété des préoccupations au sujet des conditions monétaires internes, n'a guère eu d'impact sur le cours de change. Sur l'ensemble des deux mois, l'indice de la livre pondéré en fonction des échanges commerciaux s'est relevé de 1/4% à 72,5 (1975 = 100).

La drachme grecque s'est dépréciée de 0,6% par rapport au dollar EU, de 1,4% vis-à-vis de l'Ecu et de 1,5% en termes effectifs.

La peseta espagnole s'est appréciée de 3,1% en termes nominaux effectifs par rapport aux monnaies de la CEE et de 4% vis-à-vis du dollar EU. Le Banco de España est intervenu massivement durant cette période. La fermeté de la peseta reflète la situation monétaire interne, caractérisée par la poursuite des taux d'intérêt toujours élevés sur le marché monétaire (plus de 17% pour les échéances à 1 et à 3 mois) et de larges écarts de taux par rapport à d'autres monnaies, avec comme conséquence des entrées de capitaux à court terme. Ces pressions se sont vues renforcées en outre par l'élément saisonnier du tourisme et le taux de

progression élevée à la fois des investissements étrangers directs et de portefeuille.

L'escudo portugais s'est déprécié de 1% en termes effectifs durant les deux mois sous revue. Il s'est affaibli de 0,4% à l'égard de l'Ecu; vis-à-vis du dollar EU il a baissé de 1,4% en juillet et s'est raffermi de 1,7% en août.

En juillet le franc suisse a évolué dans des limites étroites sans faire ressortir de tendance bien précise. Jusqu'à la mi-août il s'est légèrement affaibli. Par la suite, cependant, il s'est de nouveau nettement raffermi et, pour la première fois depuis le 5 mai 1987, la Banque Nationale Suisse est intervenue en effectuant des achats modérés de dollars. Sur l'ensemble des deux mois, le taux pondéré du franc s'est apprécié de 2%.

Le schilling autrichien s'est renforcé de 0,8% à l'égard du dollar EU durant les mois de juillet et d'août. Les fluctuations mensuelles ont été de 2,1% et de 4,4% respectivement. Par rapport au deutsche mark le schilling a varié de 0,09% durant les deux mois. Durant les derniers jours de la période sous revue, le taux de change DEM/ATS s'est apprécié, pour des raisons saisonnières, de 703,25 à 703,55, soit d'environ 0,04%.

La couronne norvégienne est restée ferme tout au long de la période. En vue de maintenir l'indice à l'intérieur de la bande, la banque centrale a dû vendre constamment la monnaie nationale sur le marché des changes. La politique de taux d'intérêt a toutefois été maintenue inchangée et la stabilité du gouvernement n'a plus été mise en question. La situation fondamentale du marché des changes est toutefois demeurée instable, comme le reflètent les amples fluctuations à court terme de l'indice.

La couronne suédoise s'est affaiblie durant la période sous revue et son indice s'est élevé de 130,80 à 131,50. Cette évolution est en partie le résultat de remboursements d'emprunts à l'étranger à court terme de sociétés suédoises ainsi que de règlements de certains investissements directs importants effectués à l'étranger. Les taux d'intérêt à court terme (6 mois) ont progressé de 9,20% à 9,50%.

Le mark finlandais s'est apprécié de 0,4% en termes effectifs malgré de légers achats d'intervention de la banque centrale en juillet et fin août. Les taux d'intérêt à court terme ont continué de se replier.

Le dollar canadien a fluctué dans une fourchette centrée sur un niveau de \$EU 0,7550 en juillet et août, enregistrant en fin de période le niveau le plus élevé atteint depuis 4 mois par rapport au dollar EU. La monnaie canadienne a bénéficié d'écarts de taux d'intérêt positifs à court

terme par rapport aux instruments du marché monétaire des Etats-Unis ainsi que de l'opinion favorable envers le dollar canadien, par suite de la relative bonne tenue de l'économie canadienne.

Le yen japonais s'est renforcé de 3,3% par rapport au dollar EU en juillet et août. Il s'est maintenu aux alentours du niveau de 150 yens pour 1 dollar en juillet et la première quinzaine d'août, pour progresser fortement vers la fin de ce mois, à environ 142, à la suite de l'élargissement du déficit commercial américain en juin ainsi que d'une déclaration du ministre des Finances Miyazawa, indiquant que les cours des monnaies devraient être déterminés dans la mesure du possible par les forces du marché. L'appréciation du yen en août a été conforme à l'évolution des mouvements de capitaux durant ce mois, à savoir réduction des placements en actifs libellés en dollars par les investisseurs institutionnels japonais et accroissement des achats d'obligations et d'actions en yens par des investisseurs étrangers. La monnaie japonaise s'est également raffermie par rapport aux grandes monnaies européennes au cours des deux mois, s'appréciant de 2,5% contre l'Ecu.

II INTERVENTIONS

A. Interventions en dollars EU

Les achats nets de dollars en juillet et en août se sont élevés à \$EU 2,7 milliards au lieu de \$EU 4,3 milliards en juin. Ils ont consisté en achats bruts de \$EU 12,2 milliards et ventes brutes de \$EU 9,5 milliards. Les principaux acheteurs ont été le Banco de España, la Banque du Canada, la Norges Bank et la Banque du Japon, alors que les principaux vendeurs de dollars ont été la Banca d'Italia, le Banco de España et la Banque de France.

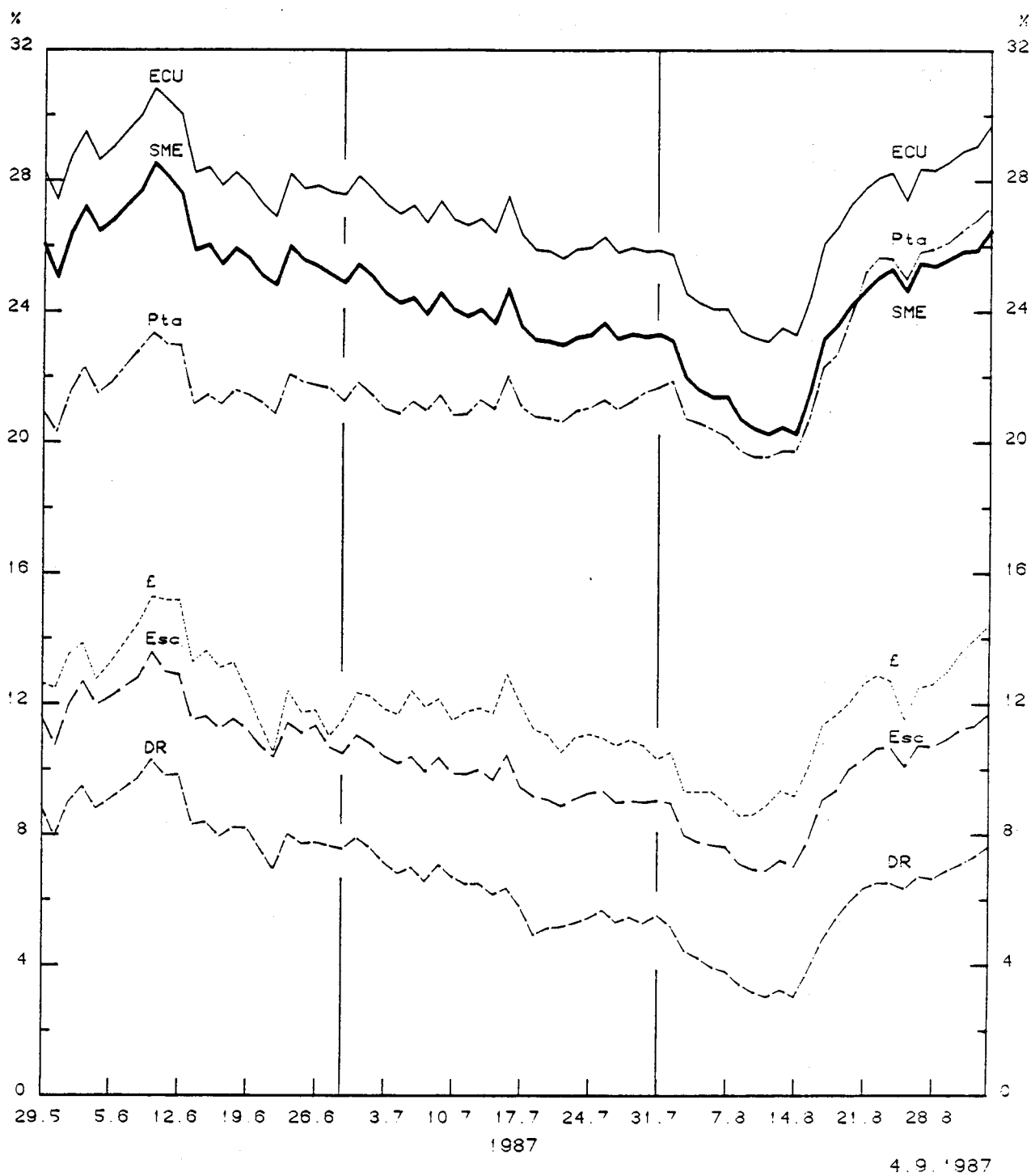
B. Interventions en monnaies communautaires

Les interventions en monnaies communautaires ont consisté principalement en achats et en ventes de deutsche marks effectués à l'intérieur des marges. Les ventes se sont élevées à l'équivalent de \$EU 2,2 milliards et ont été surtout effectuées par la Banca d'Italia, la Banque Nationale de Belgique et la Banque de France. Les achats, équivalant à 1,8 milliard, ont été principalement le fait de la Bank of England, de la Central Bank of Ireland et de la Banque Nationale de Belgique.

III. PREMIERS JOURS DE SEPTEMBRE

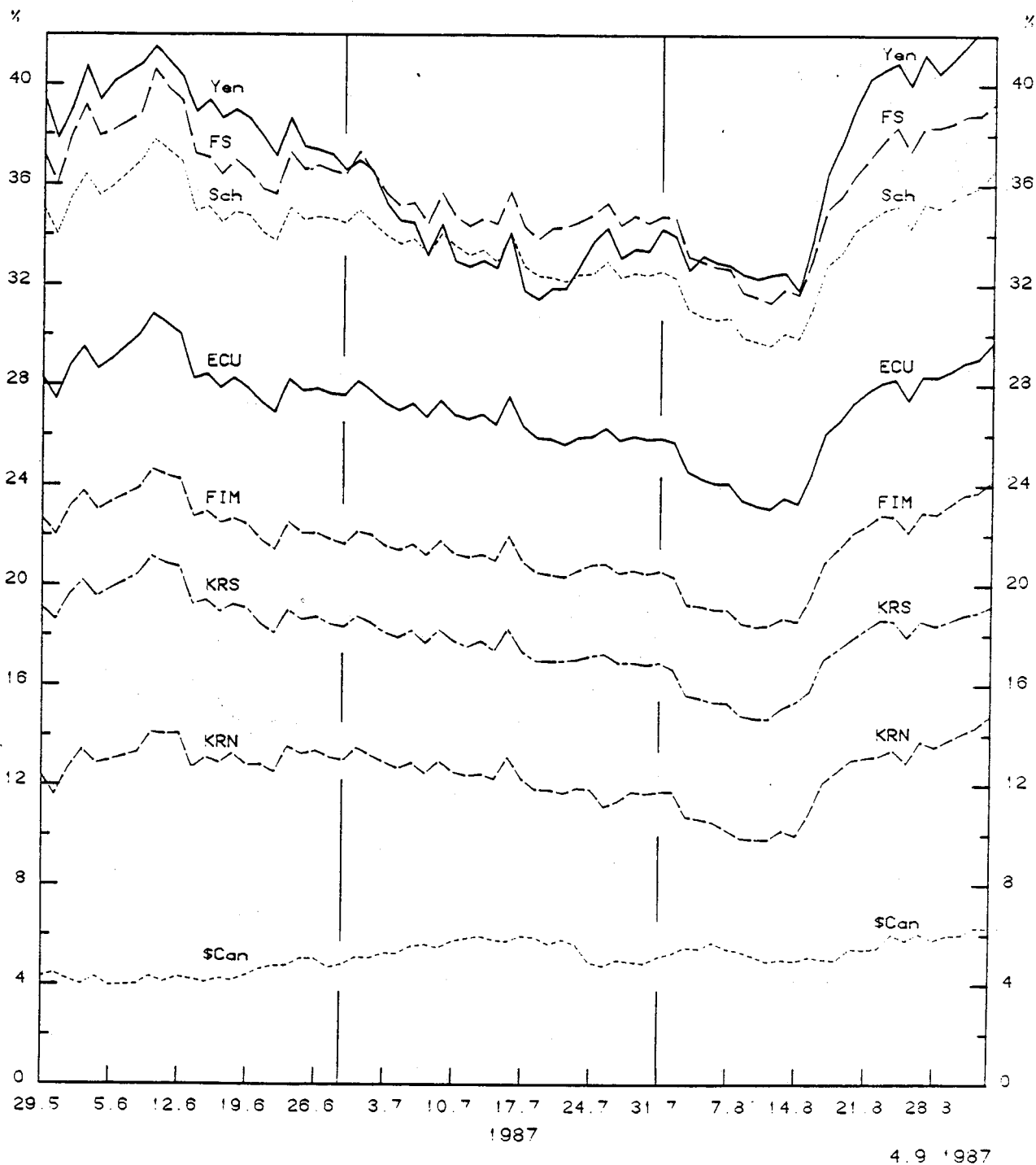
Le dollar a continué à s'affaiblir, malgré les interventions à l'achat par plusieurs banques centrales. La Réserve Fédérale a relevé son taux d'escompte de 5 1/2% à 6% le 4 septembre. Au sein du SME, la situation est restée inchangée.

EVOLUTION DE L'ECU, DU COURS MEDIAN DES MONNAIES PARTICIPANT AU
MECANISME DE CHANGE DU SME ET DES MONNAIES DES BANQUES CENTRALES DE LA
CEE NE PARTICIPANT PAS A CE MECANISME, SUR LA BASE DES COURS RELEVES
LE 31 DECEMBRE 1985 VIS-A-VIS DU \$EU *



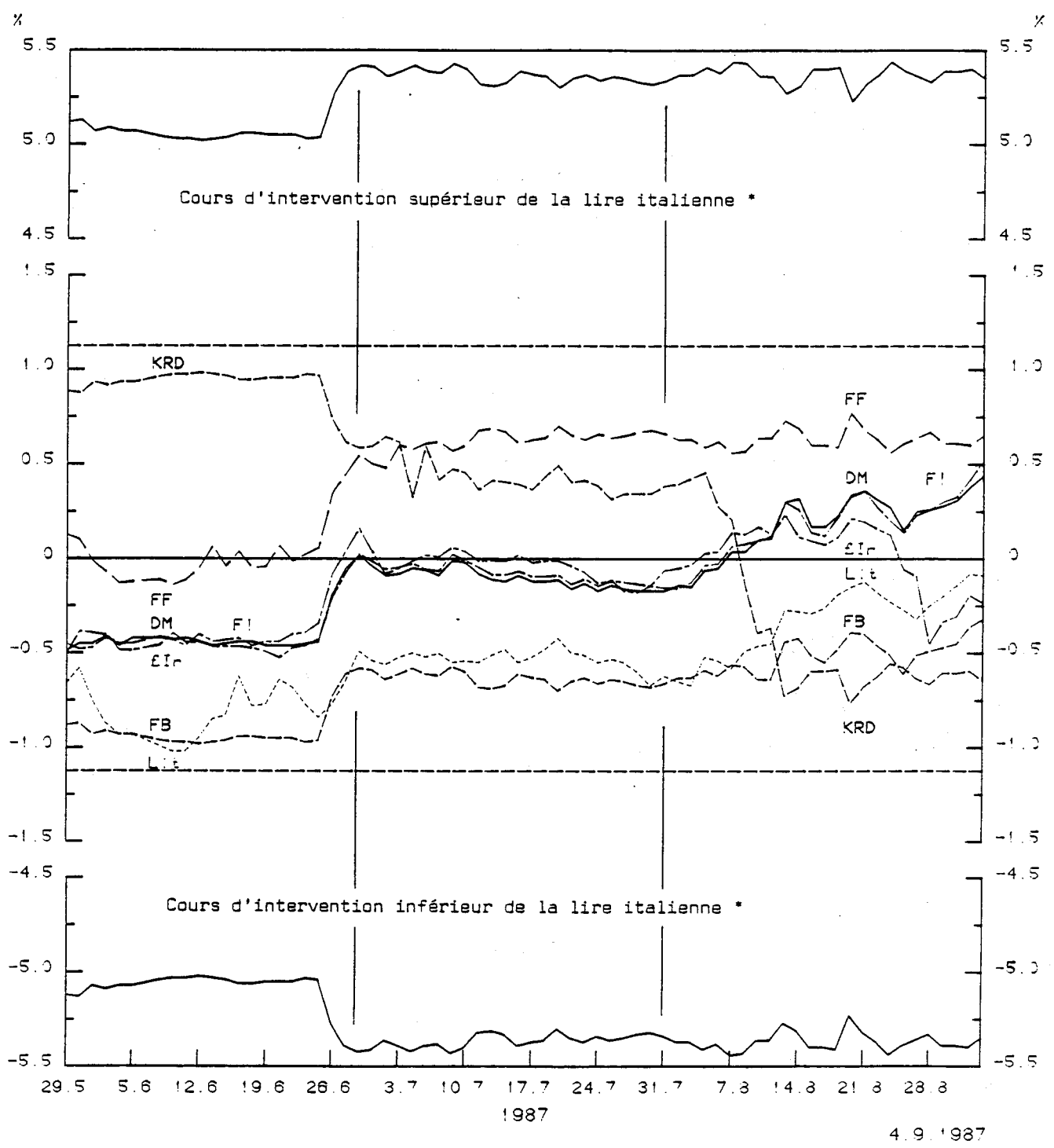
* Voir page suivante.

EVOLUTION DE L'ECU ET DES MONNAIES DES BANQUES CENTRALES HORS CEE
PARTICIPANT A LA CONCERTATION, SUR LA BASE DES COURS RELEVES LE
31 DECEMBRE 1985 VIS-A-VIS DU \$EU *



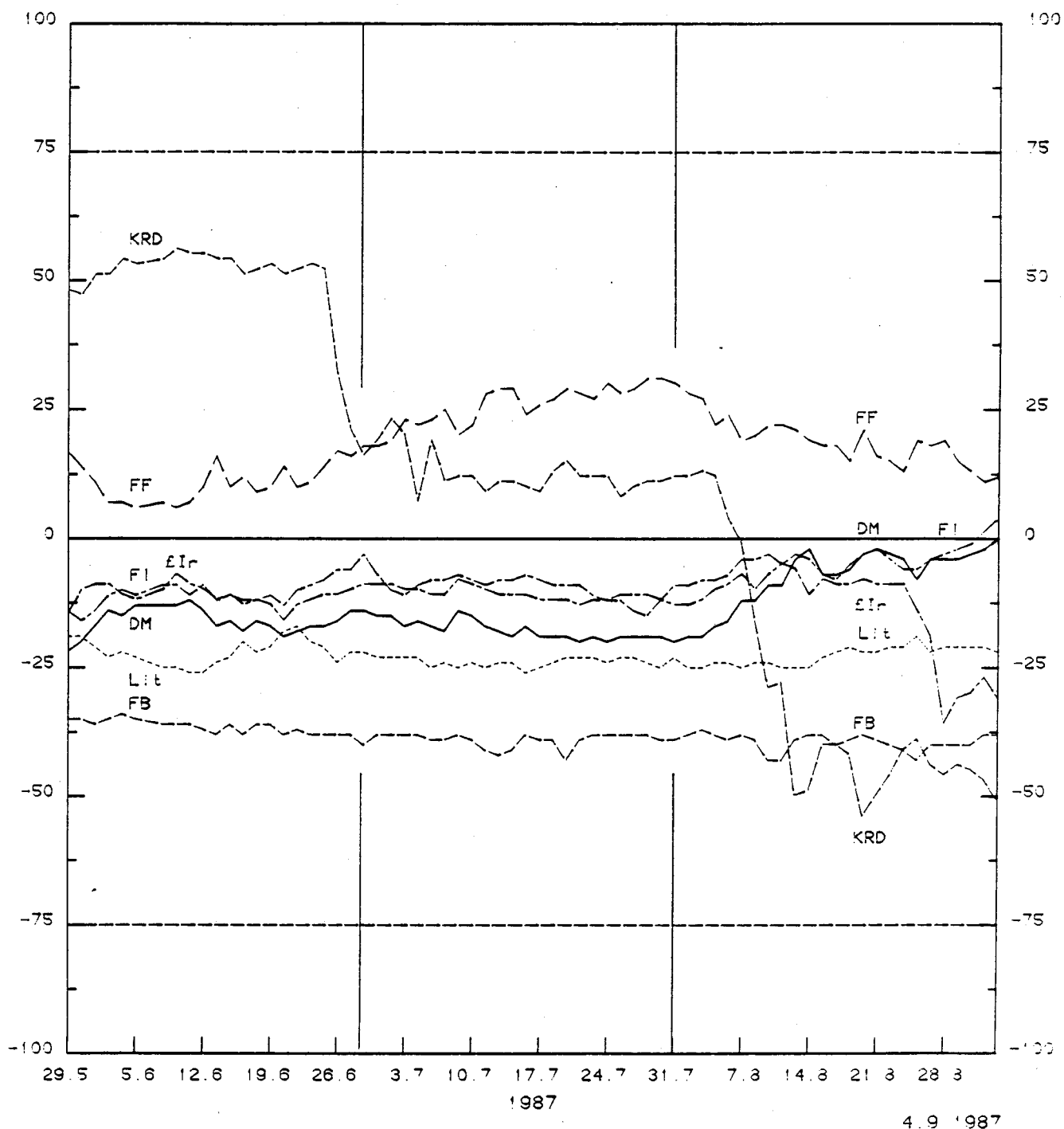
* ECU 1,12622; £ 0,6930; DR 147,7599; PTA 153,7503; ESC 158,4995;
FIM 5,4225; \$Can 1,3975; FS 2,0725; Yen 200,7001; KRS 7,5650;
KRN 7,5850; Sch 17,2901; cours médian des monnaies participant au SME
1,11003. Le cours médian des monnaies participant au SME représente la
moyenne journalière des cours des deux monnaies à marge de fluctuation
de 2,25%, exprimés en dollars EU, qui se sont éloignés le plus de leurs
cours-pivots bilatéraux actuels.

MOUVEMENTS A L'INTERIEUR DE LA GRILLE DE PARITES DU SME CALCULES SUR LA BASE DES COURS DE L'ECU DANS LES DIFFERENTES MONNAIES PARTICIPANTES



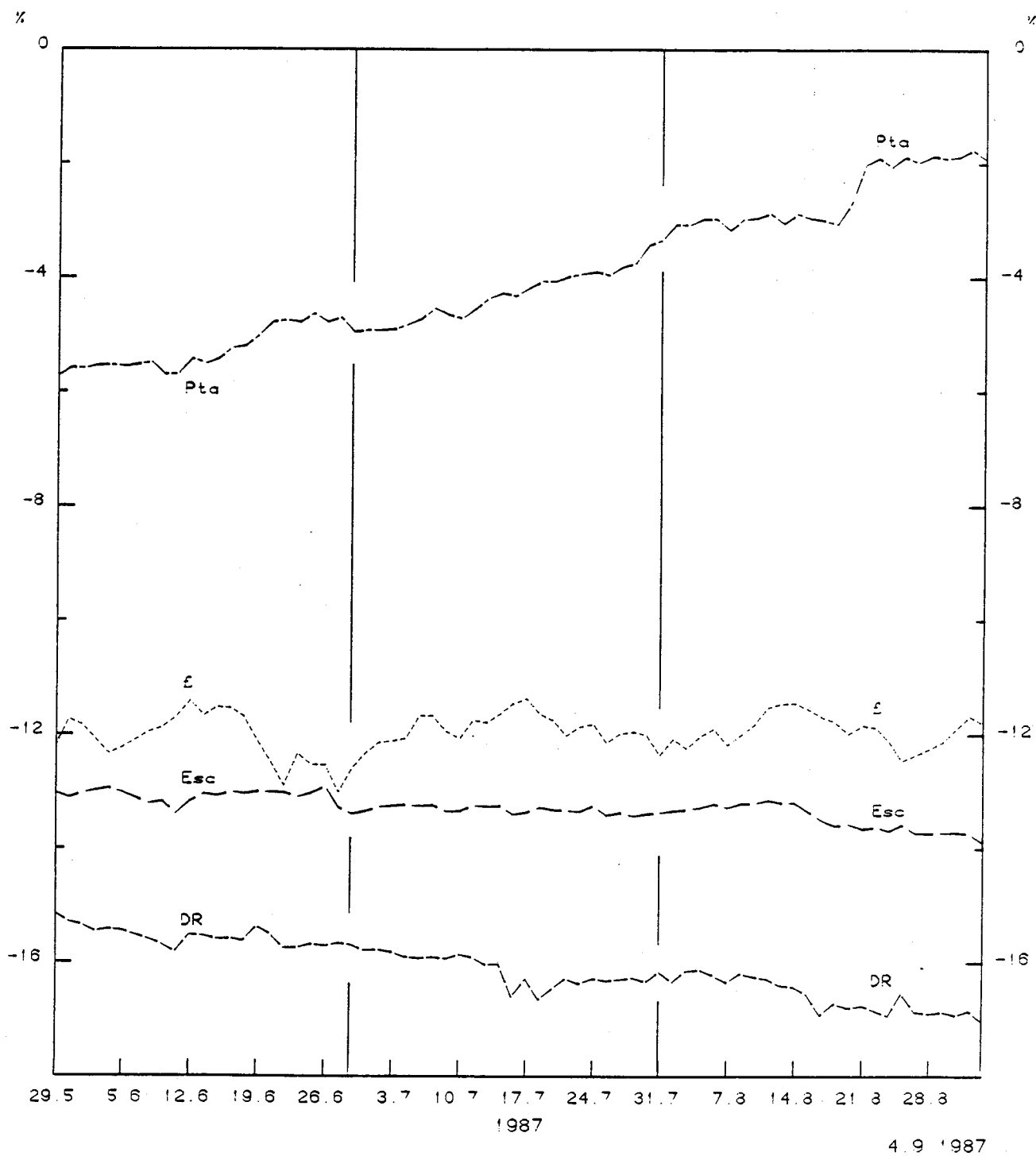
* Les cours d'interventions supérieur et inférieur de la lire italienne représentent l'écart maximal théorique par rapport à la monnaie la plus faible respectivement la plus forte dans la bande de fluctuation étroite de 2,25%.

EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE *



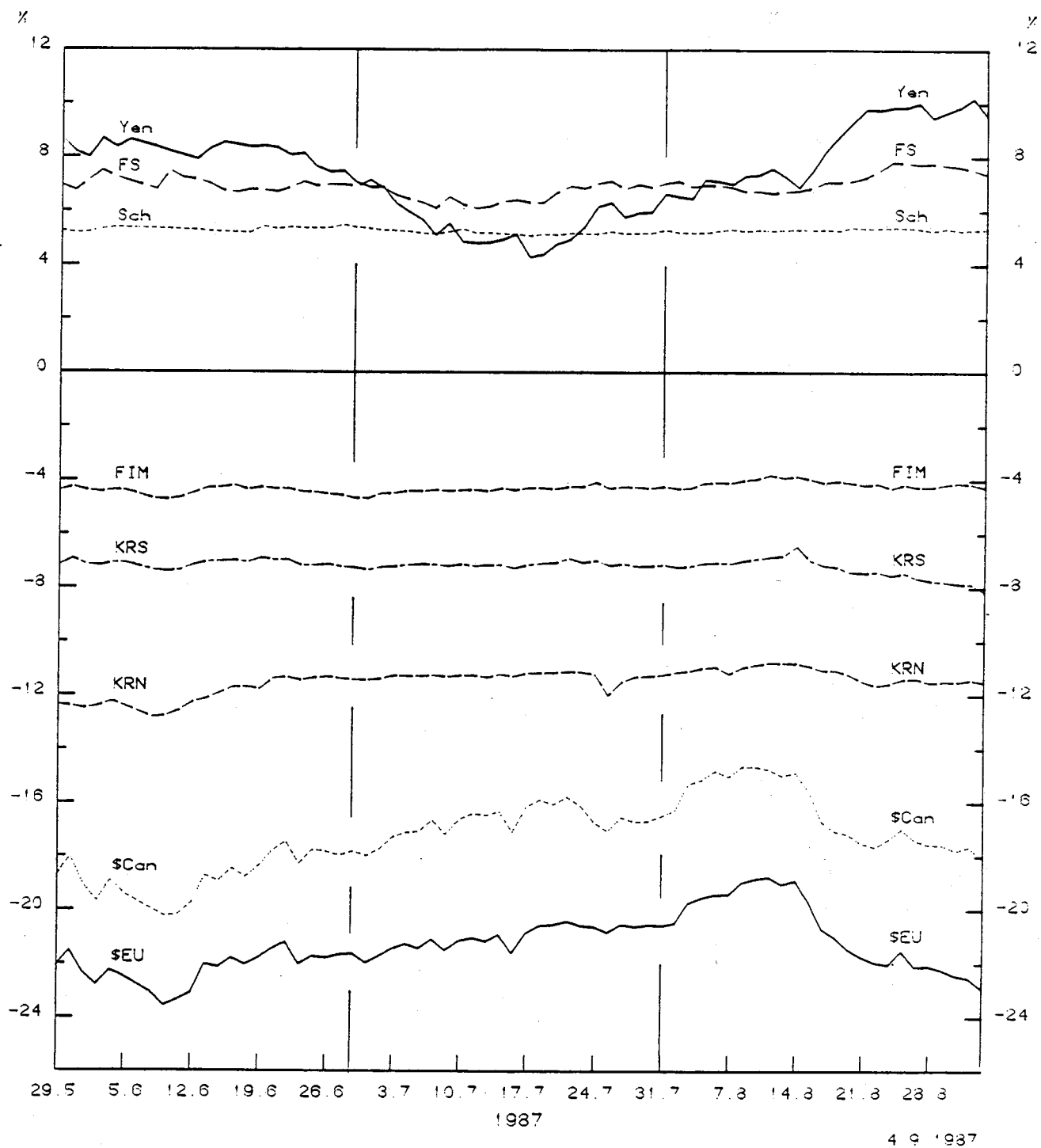
* L'indicateur de divergence a pour but de mesurer, sur une base comparable pour toutes les monnaies participant au mécanisme de change européen, la position d'une monnaie vis-à-vis de son cours-pivot ECU. L'écart maximal de divergence est le pourcentage maximal par lequel le cours de marché de l'ECU dans chaque monnaie peut s'apprécier ou se déprécier par rapport à son cours-pivot ECU; il est exprimé par ± 100 , le seuil de divergence étant ± 75 . Les données qui ont servi de base à l'établissement de ce graphique sont les cours de l'ECU exprimés en termes de diverses monnaies, cours qui sont toutefois corrigés des effets des fluctuations de la lire italienne, de la livre sterling et de la drachme grecque au-delà de la marge de 2,25% vis-à-vis des autres monnaies participant au SME.

EVOLUTION DE LA LIVRE STERLING, DE LA DRACHME, DE LA PESETA ET DE
L'ESCUDO PAR RAPPORT A L'ECU SUR LA BASE DES COURS DU MARCHE RELEVES
LE 31 DECEMBRE 1985 *



* £ 0,615334; DR 131,20; PTA 136,519; ESC 140,736.

EVOLUTION DES MONNAIES DES BANQUES CENTRALES HORS CEE PARTICIPANT
A LA CONCERTATION PAR RAPPORT A L'ECU SUR LA BASE DES COURS DU
MARCHE RELEVES LE 31 DECEMBRE 1985 *



* \$EU 0,887927; \$Can 1,24088; FS 1,84023; Yen 178,207; KRS 6,71717;
KRN 6,73493; Sch 15,3523; FIM 4,81479.

ANNEXE II

AU PROCES-VERBAL
DE LA 218^e SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS
DES BANQUES CENTRALES DES ETATS MEMBRES
DE LA COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE
TENUE A BALE, LE MARDI 8 SEPTEMBRE 1987 A 10 HEURES

TROISIEME PROJET ET VERSIONS FINALES (ANGLAIS, FRANCAIS)
DU RAPPORT DU COMITE DES GOUVERNEURS
SUR LE RENFORCEMENT DU SME

28th August 1987

3rd DRAFT *

**REPORT BY THE COMMITTEE OF GOVERNORS
ON THE STRENGTHENING OF THE EMS**

1. In the Communiqué issued on the occasion of the realignment of 12th January 1987 the Ministers of Finance of the EEC countries asked the Committee of Governors and the Monetary Committee to examine measures to strengthen the operating mechanisms of the European Monetary System. Pursuant to that request, preparatory work for the Committee of Governors was conducted by the Committee's expert groups and the Alternates. Two oral interim reports on this work have been presented by the Chairman of the Committee of Governors to the Council of Ministers of Finance, respectively on 4th April and 15th June. The Governors' final report, which focuses primarily on the matters within their competence, is presented below.

2. The Report is divided into two parts. Part I reviews the experience with the EMS and analyses the major changes in the economic environment that are likely to influence the working of the system. Part II summarises the main conclusions of the analysis and discusses ways and means to strengthen the EMS mechanisms and improve their functioning.

* Revised by the Alternates on 7th September 1987.

I. The economic environment and the functioning of the EMS mechanisms

A. Changes in the economic environment

3. Over the years, the EMS has performed satisfactorily, despite pronounced instability in the world economy. The Governors are convinced that the system has contributed to the achievement of a considerable degree of exchange rate stability based on greater economic convergence by fostering discipline in monetary and fiscal policies and preventing undue delays in policy adjustments. It is nonetheless their belief that the performance of the EMS benefited from a number of factors and circumstances whose influence on the system may now be changing.

4. Since the inception of the system the EMS countries have given priority to reducing inflation. In many cases exchange rate changes have not fully accommodated inflation differentials, and higher inflation countries have maintained appropriate interest rate differentials. This has had a stabilising effect on exchange rate expectations and helped to reduce speculation against weak currencies. A remarkable reduction of inflation rates has indeed been achieved, but inflation differentials have not been eliminated and there has been less convergence in budgetary and other policies that have a bearing on exchange rate cohesion. As long as convergence remains incomplete, central rate realignments will continue to be necessary from time to time and there is a danger that interest rate policy will be excessively constrained by external considerations especially if realignment decisions are unduly delayed.

5. The EMS exchange rate arrangement has been affected by the large movements in the dollar exchange rate, both because the Deutsche Mark is a preferred substitute for the US currency in international portfolios and because dollar swings influence the competitiveness of EMS countries differently. Downward pressure on the US currency has generally been

associated with upward pressure on the Deutsche Mark within the EMS. As long as large payments imbalances between the major countries persist and the policies being pursued do not appear fully consistent with their correction, the international environment will continue to be a potential source of destabilising pressure within the EMS; this pressure will be reinforced by remaining differences in the performance and policies of the EMS countries.

6. Increasing integration of financial markets, sophistication of market operators and mobility of international capital are likely to accentuate EMS tensions stemming from the internal and external factors indicated above. The Community countries that had maintained capital restrictions have been gradually removing them, in line with the objective of completing the internal market by 1992. In practice, the dismantling of capital controls can have conflicting effects on exchange rate stability. On the one hand, it not only fosters more efficient resource allocation and macroeconomic policy convergence but also reinforces external discipline, with a potentially stabilising influence on exchange rate expectations; on the other, it increases the risk of markets amplifying the exchange rate repercussions of external disturbances or perceived policy divergences of a temporary nature.

7. see new text attached
~~In principle, it is not possible to combine autonomous domestic monetary policies with fixed exchange rates when trade in goods and services is free and capital markets are integrated. Unless greater convergence of economic fundamentals can be achieved through stability oriented and effectively co-ordinated national policies, exchange rate stability is likely to be weakened by capital mobility resulting from progressive integration of financial markets and the abolition of still existing restrictions in a number of member countries.~~

8. ~~It~~ It is recalled that, as recorded in the conclusions of the Presidency of the European Council in December 1978, the purpose of the EMS is to establish a greater measure of monetary stability in the Community and the EMS should be seen as a

7. With fixed but adjustable exchange rates and increased capital mobility resulting from progressive integration of financial markets and the abolition of remaining restrictions, national monetary policies will be exposed to strains so long as individual countries' economic and financial policies and performances leave room for departures from internal and external balance whose effects spill over to other countries. This implies that all partners should pursue in a closely co-ordinated manner policies that foster stability of domestic prices and costs and external balance as a basis for lasting exchange rate stability: in particular, countries should agree that central banks would be committed to giving priority to the objective of price stability in the conduct of monetary policy.

fundamental component of a more comprehensive strategy aimed at lasting growth with stability, a progressive return to full employment, the harmonisation of living standards and the lessening of regional disparities in the Community. Moreover, the Single European Act specifically aims at reducing such disparities, with a view to strengthening the economic and social cohesion of the Community. In the absence of a strengthening of the economic and social cohesion of the Community, the completion of the internal market and the full liberalisation of capital movements ~~would~~^{may} exacerbate these disparities. Therefore, consistent monetary policies, exchange-rate stability and, indeed, overall progress towards monetary and financial integration must not be seen as ends in themselves, but rather as part of a process that, allied to direct Community action, will facilitate the reduction in regional disparities in the Community.

B. The functioning of the EMS mechanisms

Exchange rate management

9. When strains have developed within the system, they have initially been met by intramarginal interventions, sometimes very large, by the central bank whose currency was under downward pressure. Intramarginal interventions have been effective in avoiding destabilising expectations and more generally in providing relief and gaining time to decide on more comprehensive responses when pressures persisted. Experience has nonetheless shown that if a given intramarginal exchange rate is defended for too long and the market becomes aware of the scale of intervention, speculation may be reinforced. Moreover, on occasion market perception of an inclination by the authorities to rely primarily on interventions may have fuelled speculative pressure.

10. Interest rate policies have also proved helpful in reducing exchange rate tensions when the changes in rates were made quickly and on an appropriate scale. Experience shows that

it was the central bank of the weak currency that generally had to raise its interest rates and widen differentials. However, central banks' ability to adjust interest rates to meet incipient market pressures has sometimes been constrained by domestic policy considerations. In certain instances market pressures have been heightened by delays in the implementation of supporting domestic policy measures. Although the initial reaction to strains in the system has normally come from the central bank of the weak currency, when the pressure has proved too strong and the weak currency has been allowed to fall to its lower limit, the strong currency central bank has had to intervene and accept the effect on its money market conditions of the inflow of foreign exchange.

Realignments

11. Realignments have generally been carried out smoothly. In some cases they were nonetheless decided on under heavy pressure after being widely anticipated by the markets; the possibility of deciding upon a new set of central rates has sometimes tended to be linked to member states' domestic political calendars. Moreover, changes in central rates sometimes resulted in significant adjustments in market rates, thereby encouraging the belief that speculative activity prior to a realignment would be profitable.

Interventions

12. Under current EMS rules, interventions at the margins are compulsory, and can be financed without limits by drawing on the very-short-term financing facility (VSTF). Intramarginal interventions are basically unregulated, except that: (i) those in EMS currencies require prior agreement by the issuing central bank; (ii) those in dollars are to be avoided when bound to accentuate dollar trends or conflict with the aims of simultaneous dollar interventions by other EMS central banks. These rules have been applied flexibly and the concertation procedures have in general made it possible to overcome emerging conflicts.

13. Most of the interventions within the system have been intramarginal, and chiefly in dollars and Deutsche Marks. In some instances when use of the main currencies appeared inappropriate, resort was made to intervention in the private ECU market.

14. In certain circumstances co-ordinated intramarginal interventions ~~have been~~ ^{may be} effective in forestalling market pressures. However, ~~unless~~ such interventions ~~are undertaken~~ ^{can, in some cases,} ~~in the~~ ~~account of one central bank only, or are settled immediately by~~ ~~are financed by mutual agreement under the VSTF, or they~~ result in an accumulation of EEC currencies in official reserves. Such holdings would need to be fully liquid and usable for intervention in conformity with the existing rules. However, some countries are reluctant to allow the accumulation of their currency as a reserve asset.

Credit mechanisms

15. The Governors agree that the present VSTF arrangements have neither been abused nor caused major difficulties for debtor countries. Nonetheless, the period for repayment under the rules has expired on occasion before capital flows were reversed and debtor positions could be unwound through reflows in the currencies of the creditor countries. Repayment obligations were met in these circumstances by market borrowing, which has so far been easily available. This problem, however, is likely to become more serious as larger capital movements can now be expected. Moreover, since financial market conditions may change, it is important that the financing facilities provide adequate resources for the management of the system in periods of tension. ~~Indeed, the availability of enhanced resources under the VSTF could have additional implications for the system.~~

16. The VSTF was conceived at a time when most interventions were expected to be at the margins. Since then, intramarginal interventions have become standard practice and now far exceed compulsory interventions. Some Governors therefore consider that

the fact that recourse to the VSTF for intramarginal interventions is dependent on the consent of the two central banks involved may have deprived the system of a powerful deterrent against speculative attacks. ~~Indeed the only~~ ^{only} few instances of use of the VSTF for such interventions occurred ~~in~~ ^{only} in 1979. ~~Easier~~ access to VSTF for intramarginal intervention would also represent an encouragement for countries not participating in the exchange rate mechanism to join it. Other Governors, by contrast, consider that speculation could actually be encouraged by a perception that the system's financing constraints had been eased. ~~It~~ was pointed out moreover that the central banks with stronger currencies liberally and flexibly accepted the use of their currencies for intervention in the past. These central banks might have reason to reconsider their attitude if the financing of intramarginal interventions were to compromise the stance of their monetary policy. ~~X~~

17. Short-term monetary support has not been used since 1974. This has not been due to shortcomings in the mechanism, but rather to the reluctance of EEC countries to finance balance-of-payments disequilibria with official credit when market financing was easily available. Moreover, when recourse to official credit mechanisms was made, countries showed a preference for medium-term instruments, such as the Community loan mechanism, in view of the nature of balance-of-payments imbalances and the time needed to correct them.

The role of the ECU

18. On the whole little use has been made of official ECUs in settlements and no large net ECU positions have built up since debtor countries have tended to repurchase their ECUs promptly. This tendency has undoubtedly been strengthened by the switch from official discount rates to market rates for the remuneration of ECU positions. The usability of the official ECU has been improved by the mobilisation mechanism introduced in July 1985. This allows central banks to obtain dollars or Community currencies against ECUs, for a limited time, subject only to the requirement of a need for intervention currencies.

19. The development of the private ECU market has been followed closely by the Committee of Governors on the basis of periodic reviews by their experts. The Governors welcome the fact that with the recent abolition of specific restrictions on the use of the private ECU in Germany and Spain the ECU is now essentially on the same footing as any other foreign currency in all EEC countries. The remaining restrictions on use of the ECU are side effects of the foreign exchange controls still in force in some countries.

Non- or incomplete participation in the exchange rate mechanism

20. The EMS was intended to encompass all the EEC countries; at present only eight of them participate in the exchange rate mechanism. In general, non-participation has not caused major difficulties, though the movements of sterling have from time to time put pressure on the Irish pound, owing to Ireland's close trade links with the United Kingdom. However the inclusion of the pound sterling and the Greek drachma in the ECU basket means that changes in their exchange rates affect the market value and yield of the ECU. Such changes, and movements of the lira outside the narrow band of the exchange rate mechanism, can to an extent distort the divergence indicator and alter the value of claims and liabilities in the VSTF; they can also affect the private ECU market. ~~Of course, the non-participation of the pound sterling may have opened the exchange rate mechanism with serious tensions in certain phases.~~ ^{The} basic problem with non-participation ^{however,} is that it casts doubt on the future of European monetary integration. ~~and undermines the credibility of the ECU.~~

21. Italy's retention of wider fluctuation margins has not caused significant problems for other EMS countries or for the system as a whole, in part because less than full use has been made of its broader band, which has served principally to provide operational flexibility and to avoid large changes in market rates on the occasion of realignments. However the

reduction in inflation differentials has weakened the reasons for maintaining wider margins, but it is understood that Italy is giving priority to the dismantling of its long-standing foreign exchange controls.

22. For many years, the BLEU has maintained a two-tier exchange market as a way to stabilise official exchange rates for commercial transactions while achieving and maintaining full freedom for capital transactions. This arrangement has allowed the authorities to avoid the introduction of restrictions at times of crisis. Moreover, the spread between the rates in the two markets has generally been less than 1 per cent. Nevertheless, the participation of the BLEU in a fully derestricted Community-wide capital market would logically entail the adoption of a unified exchange rate system.

II. Policies to strengthen the EMS

Main conclusions of the analysis

23. Persistence of international payments disequilibria coupled with the remaining disparities in economic fundamentals and increased capital mobility between EMS countries could result in destabilising capital flows. In such circumstances it would prove more difficult to preserve exchange rate stability within the EMS, especially if monetary policies are not adapted more promptly and co-ordinated more closely when temporary pressures develop in foreign exchange markets. Some member countries with highly open economies fear the ^{adverse impact on} ~~restoring~~ economic growth ~~effects~~ of raising domestic interest rates to stem capital outflows. Conversely, the countries that have defeated inflation and whose currencies are tending to appreciate fear lest the huge capital inflows that could occur in periods of tension should cause them to lose control of their monetary aggregates. There is, therefore, the risk that temporary pressures will lead to realignments that economic fundamentals do not justify and that would otherwise have been avoidable. ~~This would impair the credibility of the EMS, which could degenerate into a very weak~~

~~pay system~~ and compromise its positive role in promoting the downward convergence of inflation rates. ~~It could also weaken the incentive for non-participating countries to join the exchange rate mechanism.~~

24. The Governors agree that the risk of exchange rate stability being adversely affected by increased mobility of capital and the elimination of exchange controls should be avoided. To this end the anti-inflationary stance of economic policies and the present flexibility of the system should be preserved. Moreover, to help achieve these goals, they consider that various policy steps are in order. Some of these steps require action by national governments, while the central banks are competent to act on others related more specifically to the management and operating mechanisms of the EMS.

A. Issues requiring action by national governments

25. The stability of the EMS and the possibility of further progress in the construction of an integrated monetary area in Europe depend primarily on the convergence of economic fundamentals ~~together with more balanced regional distribution of resources and more uniform living standards.~~ Indeed, since monetary policy on its own cannot ensure the convergence required to achieve stable exchange rates, the full support of fiscal and other policies is required. Further convergence would help to stabilise exchange markets and strengthen private operators' perception that exchange rates will remain stable.

26. It is also desirable for all the EEC countries to accept the discipline of the exchange rate mechanism on an equal footing ^{(see paragraphs 20-22).} The Governors stress that progress towards this objective should be made sooner rather than later, as an important step towards full monetary integration in Europe.

27. Realignment policy can also enhance EMS stability by minimising the potential gains from position-taking in

expectation of a realignment. In the first place, markets should be led not to expect large exchange rate movements in the wake of a realignment. Secondly, any impression that the authorities are prepared to yield to market pressures through realignments should be avoided. Accordingly, realignments should be infrequent and changes in central rates should be kept small so as, whenever possible, to avoid changes in market rates. This implies, however, that further progress should be made in the convergence of economic fundamentals. There is also a need to make realignments less predictable, notably by early recognition of fundamental disequilibria and, when these develop, by a prompt decision to realign before the markets see this as inevitable. Finally, everything possible should be done to dispel the impression that realignments are somehow linked to domestic political events.

B. Action by central banks

The role of monetary policies

28. In a medium-term perspective, monetary policies should be geared to narrowing the remaining inflation differentials and making national inflation rates converge on price stability. In the short run this approach should continue to be implemented in a flexible way. ~~Temporary~~^D departures from the desired path of monetary growth should, however, ^{be temporary so as not to} ~~not~~ allow serious or extended divergence from a policy course that is consistent with domestic price stability and convergence; otherwise, expectations would be generated in the market that the emergence of fundamental causes of tensions will be tolerated. Accordingly, short-term policy adjustments should be made in full consideration of the causes of exchange market strains and the final objectives of price stability and convergence within the system.

29. Increased financial innovation and liberalisation of capital movements in those countries which have not already taken this action will not only have implications for interest and exchange rate policies, but also for monetary policy

instruments and intermediate targets. The foreseeable increase in residents' holdings of foreign liquid assets will make it more difficult to analyse monetary and credit aggregates. The scope for circumventing controls will be greatly increased, thereby strengthening the case for the use of indirect monetary tools based on interest rates. The abolition of exchange restrictions will improve the allocation of resources and reduce the cost of financial intermediation, but careful consideration ^{must also} ~~will have to~~ be given to the differences in the supervisory, regulatory and fiscal arrangements governing financial markets with a view to eliminating distortions that might ^{have a bearing} ~~threaten~~ on financial stability. ~~or undermine the competitiveness of European financial institutions.~~

Exchange rate management - A strengthened monitoring procedure

30. The Governors agree that in the new environment there is scope for a more active and flexible use of all the instruments available to central banks for meeting short-term exchange rate pressures and for better co-ordination of such action among the central banks participating in the EMS. Full and concerted use of all the instruments for defending EMS stability will be all the more necessary to cope with any financial shocks that originate outside the system and affect the participating currencies differently. While recognising that intramarginal interventions will continue to play an important role, the Governors ^{are considering allowing} ~~will consider making~~ fuller use of the exchange rate fluctuation band with the aim of enhancing the perception of exchange risk among market participants. They also believe that interest rates should be adjusted more promptly when incipient pressures arise, thereby helping to check speculation by raising the cost of open foreign exchange positions. ~~Appropriate interest rate responses to market pressures can be facilitated by reducing the rate of inflation of the monetary effects of~~ ~~interest rates.~~ Moreover the Governors intend to ^{seek} ~~explore~~ ways ^{of} ~~to~~ strengthening central bank ~~development further the~~ co-operation ~~among central banks~~ on interventions and related policies, regarding not only EMS currencies but, when appropriate, third currencies and ECUs.

31. To promote more effective use of the instruments available for maintaining exchange rate cohesion within the EMS, the Governors have agreed to strengthen, within the Committee of Governors, the procedure for joint monitoring of economic developments and policies with the aim of arriving at common assessments of prevailing circumstances and appropriate policy responses. This new procedure will build on existing arrangements for mutual exchange of information and monitoring, but it will entail two significant innovations. First, to ensure that potential strains are identified as early as possible, monitoring will focus more specifically and systematically on simultaneous consideration of intervention, exchange rate, and interest rate policies. Secondly, the Governors will use the findings of the monitoring exercise to ^{discuss} ~~decide~~ appropriate policy responses, including ^{the use of} ~~decisions, exchange of views, common~~ interventions and their co-ordination, ~~and their possible eligibility for VSTR financing.~~ An important implication of ~~this new procedure is that intramarginal interventions and other policy actions undertaken by participating central banks will be brought under closer collective scrutiny by the Governors.~~

EMS mechanisms

32. ~~The Governors consider that the strategy for maintaining exchange rate stability described above can be implemented without major changes in the existing EMS mechanisms. They emphasize that it is essential to avoid any easing of discipline or change in the balance between adjustment and financing of balance-of-payments disequilibria. In the light of their operational experience with the EMS mechanisms and the changes in the environment, the Governors have nonetheless agreed that a number of modifications would be useful and desirable.~~

(a) Very-short-term financing

33. The duration of such financing (which is unlimited in amount) will be extended by one month, taking the maximum duration from two and a half to three and a half months.

Initial financing operations will still be automatically renewable for three months at the request of the debtor country, but the ceiling on automatic renewal, at present equivalent to the country's debtor quota in the short-term monetary support mechanism, will be raised to 200 per cent of this quota.

~~34. The Governors have agreed that automatic VSTF financing of intramarginal interventions should not be introduced. However, they are ready to consider the possibility of authorising on an ad hoc basis such financing under specific conditions, to be assessed within the framework of the new monitoring procedure described above. In particular, intramarginal interventions would qualify for VSTF only if, within the context of the monitoring exercise:~~

- ~~- the intramarginal interventions concerned were recognised as necessary for the smooth functioning of the system;~~
- ~~- the central bank issuing the intervention currency agreed to such financing.~~

~~The creditor central bank would have the option of requiring repayment in its own currency if this appeared necessary in order to offset the effects on domestic monetary conditions. This procedure does not involve new formal rules or obligations but only fuller and more closely co-ordinated use of the existing arrangements and facilities. At the same time, making intramarginal interventions subject to collective scrutiny will ensure that excessive reliance on this instrument is avoided.~~

~~see new text attached (OR ALTERNATIVELY)~~

~~34.bis The Governors have agreed that automatic VSTF financing of intramarginal interventions should not be introduced. However, such financing will be considered on an ad hoc basis at the suggestion of the debtor central bank. In determining whether to agree, the central bank issuing the intervention currency will take into account both its own monetary development and the requirements of the cohesion of the system.~~

~~(OR, ALTERNATIVELY)~~

~~34.ter The Governors have agreed that neither automatic VSTF financing of intramarginal interventions nor other formal rules or obligations in this field should be introduced. They agreed, however, that such financing could under certain circumstances~~

34 The **G**overnors have agreed that automatic VSTF financing of intramarginal interventions should not be introduced. They point out that such financing of intramarginal interventions through the EMCF is already possible if the central banks directly involved concur. They ~~are ready to~~ accept a presumption that intramarginal intervention agreed to by the central bank issuing the intervention currency will ~~normally~~ qualify for financing via the EMCF on following conditions:

- The cumulative amount of such ^{financing} ~~interventions~~ does not exceed ^{the double of} ~~the~~ debtor quota of the debtor central bank in the short-term financing facility.
- The debtor central bank is also prepared to use its existing holdings of the currency to be sold for intervention in amounts to be agreed.
- ~~R~~epayments shall be made in accordance with the rules specified in Article 16.1 of the EMS Agreement.

The creditor central bank reserves the right to request payment in its own currency if this appears necessary in the light of its own monetary conditions, taking into account the reserve position of the debtor central bank.

~~be useful for the system's cohesion and they are ready to consider the possibility of its activation on an ad hoc basis within the framework of the new monitoring procedure described above. In particular VSTF financing for intramarginal interventions would be accepted provided the intervening central bank would have made substantial use of its available financing means including its reserves in the intervening currency. Prior consultation of the central bank issuing the intervention currency would still enable it either to object or ask for a reduction of the amount, or to impose other specific conditions. All issues related to the eligibility for VSTF financing including an objection to a request for such financing would be raised at the monitoring exercise.~~

35. Larger cross-holdings of EMS currencies in participating central banks' reserves can be expected to develop as a natural consequence of increased integration and monetary convergence in the EMS. Although substantial accumulations of assets in EMS currencies do not appear desirable, holdings of larger working balances in these currencies, subject to prior agreement by the issuing central banks, could in certain circumstances help to improve the working of the system. The Governors believe that current arrangements in this regard do not constitute an obstacle to such enhanced holdings of partners' currencies.

(b) Short-term monetary support

36. The Governors consider that the short-term monetary support mechanism does not need to be modified.

(c) Matters relating to the ECU

~~37. On the basis of the positive experience with official ECU mechanisms, the Governors have agreed to take a further important step to increase the usability of the official ECU by raising the acceptance obligation from the present level of 50 per cent to ~~X~~ per cent. All the other rules relating to the official ECU will remain unchanged.~~

(OR, ALTERNATIVELY)

37. On the basis of the positive experience with official ECU mechanisms, ^{the} Governors have agreed to accept settlement ^{in ECUs} of ~~claims in the VSTF by means of ECUs~~ in excess of their central bank's ^{and up to 100 per cent.} obligation, ^{as} long as this does not result in an unbalanced composition of reserves and no excessive debtor and creditor positions in ECUs emerge since these would in time endanger the ECU's credibility. After two years of experience, the formal rules relating to the official ECU will be subject to review.

38. As regards the further development of the ECU, the Governors reaffirm their belief that the private ECU market should continue to develop in response to market forces. The Governors welcome the lifting of restrictions on the use of the private ECU in Germany and Spain and are confident that the remaining restrictions on the use of the private ECU will be removed as part of the liberalisation of capital movements under way in the Community.

39. The Governors ^{have examined} ~~will continue to look for~~ other ways to ^{broaden} ~~improve~~ the ~~attractiveness and~~ usability of the ECU. In particular, they have ^{considered} ~~examined~~ various proposals to introduce a link between the private and official ECU circuits. They have reached the conclusion that these proposals would be feasible and that they would neither raise major technical or legal problems nor have major monetary or exchange rate implications under present circumstances. ~~Although~~ ^{in the short term} their practical consequences ~~would appear to be limited and their main significance would probably be an announcement effect~~, their implementation would nonetheless raise issues relating to the long-term evolution of the ECU and the involvement of the monetary authorities in the functioning of the private ECU market, issues which the Committee of Governors will keep under review.

REPORT BY THE COMMITTEE OF GOVERNORS
ON THE STRENGTHENING OF THE EMS

1. In the Communiqué issued on the occasion of the realignment of 12th January 1987 the Ministers of Finance of the EEC countries asked the Committee of Governors and the Monetary Committee to examine measures to strengthen the operating mechanisms of the European Monetary System (EMS). Pursuant to that request, preparatory work for the Committee of Governors was conducted by the Committee's expert groups and the Alternates. Two oral interim reports on this work have been presented by the Chairman of the Committee of Governors to the Council of Ministers of Finance, respectively on 4th April and 15th June 1987. The Governors' final report, which focuses primarily on the matters within their competence, is presented below.

2. The Report is divided into two parts. Part I reviews the experience with the EMS and analyses the major changes in the economic environment that are likely to influence the working of the system. Part II summarises the main conclusions of the analysis and discusses ways and means to strengthen the EMS mechanisms and improve their functioning.

I. THE ECONOMIC ENVIRONMENT AND THE FUNCTIONING OF THE EMS MECHANISMS

A. Changes in the economic environment

3. Over the years, the EMS has performed satisfactorily, despite pronounced instability in the world economy. The Governors are convinced that the system has contributed to the achievement of a considerable degree of exchange rate stability based on greater economic convergence by fostering discipline in monetary and fiscal policies and preventing undue delays in policy adjustments. It is nonetheless their belief that the performance of the EMS benefited from a number of factors and circumstances whose influence on the system may now be changing.

4. Since the inception of the system the EMS countries have given priority to reducing inflation. In many cases exchange rate changes have

not fully accommodated inflation differentials, and higher inflation countries have maintained appropriate interest rate differentials. This has had a stabilising effect on exchange rate expectations and helped to reduce speculation against weak currencies. A remarkable reduction of inflation rates has indeed been achieved, but inflation differentials have not been eliminated and there has been less convergence in budgetary and other policies that have a bearing on exchange rate cohesion. As long as convergence remains incomplete, central rate realignments will continue to be necessary from time to time and there is a danger that interest rate policy will be excessively constrained by external considerations especially if realignment decisions are unduly delayed.

5. The EMS exchange rate arrangement has been affected by the large movements in the dollar exchange rate, both because the Deutsche Mark is a preferred substitute for the US currency in international portfolios and because dollar swings influence the competitiveness of EMS countries differently. Downward pressure on the US currency has generally been associated with upward pressure on the Deutsche Mark within the EMS. As long as large payments imbalances between the major countries persist and the policies being pursued do not appear fully consistent with their correction, the international environment will continue to be a potential source of destabilising pressure within the EMS; this pressure will be reinforced by remaining differences in the performance and policies of the EMS countries.

6. Increasing integration of financial markets, sophistication of market operators and mobility of international capital are likely to accentuate EMS tensions stemming from the internal and external factors indicated above. The Community countries that had maintained capital restrictions have been gradually removing them, in line with the objective of completing the internal market by 1992. In practice, the dismantling of capital controls can have conflicting effects on exchange rate stability. On the one hand, it not only fosters more efficient resource allocation and macro-economic policy convergence but also reinforces external discipline, with a potentially stabilising influence on exchange rate expectations; on the other, it increases the risk of markets amplifying the exchange rate repercussions of external disturbances or perceived policy divergences of a temporary nature.

7. With fixed but adjustable exchange rates and increased capital mobility resulting from progressive integration of financial markets and

the abolition of remaining restrictions, national monetary policies will be exposed to strains so long as individual countries' economic and financial policies and performances leave room for departures from internal and external balance whose effects spill over to other countries. This implies that all partners should pursue in a closely co-ordinated manner policies that foster stability of domestic prices and costs and external balance as a basis for lasting exchange rate stability: in particular, countries should agree that central banks would be committed to giving priority to the objective of price stability in the conduct of monetary policy.

8. It is recalled that, as recorded in the conclusions of the Presidency of the European Council in December 1978, the purpose of the EMS is to establish a greater measure of monetary stability in the Community and the EMS should be seen as a fundamental component of a comprehensive strategy aimed at lasting growth with stability, a progressive return to full employment, the harmonisation of living standards and the lessening of regional disparities in the Community. Moreover, the Single European Act specifically aims at reducing such disparities, with a view to strengthening the economic and social cohesion of the Community. In the absence of a strengthening of the economic and social cohesion of the Community, the completion of the internal market and the full liberalisation of capital movements may exacerbate these disparities. Therefore, consistent monetary policies, exchange rate stability and, indeed, overall progress towards monetary and financial integration must not be seen as ends in themselves, but rather as part of a process that, allied to direct Community action, will facilitate the reduction in regional disparities in the Community.

B. The functioning of the EMS mechanisms

Exchange rate management

9. When strains have developed within the system, they have initially been met by intramarginal interventions, sometimes very large, by the central bank whose currency was under downward pressure. Intramarginal interventions have been effective in avoiding destabilising expectations and more generally in providing relief and gaining time to decide on more comprehensive responses when pressures persisted. Experience has nonetheless shown that if a given intramarginal exchange rate is defended for too long and the market becomes aware of the scale of intervention, speculation may be reinforced. Moreover, on occasion market perception of an

inclination by the authorities to rely primarily on interventions may have fuelled speculative pressure.

10. Interest rate policies have also proved helpful in reducing exchange rate tensions when the changes in rates were made quickly and on an appropriate scale. Experience shows that it was the central bank of the weak currency that generally had to raise its interest rates and widen differentials. However, central banks' ability to adjust interest rates to meet incipient market pressures has sometimes been constrained by domestic policy considerations. In certain instances market pressures have been heightened by delays in the implementation of supporting domestic policy measures. Although the initial reaction to strains in the system has normally come from the central bank of the weak currency, when the pressure has proved too strong and the weak currency has been allowed to fall to its lower limit, the strong currency central bank has had to intervene and accept the effect on its money market conditions of the inflow of foreign exchange.

Realignments

11. Realignments have generally been carried out smoothly. In some cases they were nonetheless decided on under heavy pressure after being widely anticipated by the markets; the possibility of deciding upon a new set of central rates has sometimes tended to be linked to member states' domestic political calendars. Moreover, changes in central rates sometimes resulted in significant adjustments in market rates, thereby encouraging the belief that speculative activity prior to a realignment would be profitable.

Interventions

12. Under current EMS rules, interventions at the margins are compulsory, and can be financed without limits by drawing on the very short-term financing facility (VSTF). Intramarginal interventions are basically unregulated except that: (i) those in EMS currencies require prior agreement by the issuing central bank; (ii) those in dollars are to be avoided when bound to accentuate dollar trends or conflict with the aims of simultaneous dollar interventions by other EMS central banks. These rules have been applied flexibly and the concertation procedures have in general made it possible to overcome emerging conflicts.

13. Most of the interventions within the system have been intramarginal, and chiefly in dollars and Deutsche Mark. In some instances, when use of the main currencies appeared inappropriate, resort was made to intervention in the private ECU market.

14. In certain circumstances co-ordinated intramarginal interventions may be effective in forestalling market pressures. However, such interventions can, in some cases, result in an accumulation of EEC currencies in official reserves. Such holdings would need to be fully liquid and usable for intervention in conformity with the existing rules. However, some countries are reluctant to allow the accumulation of their currency as a reserve asset.

Credit mechanisms

15. The Governors agree that the present VSTF arrangements have neither been abused nor caused major difficulties for debtor countries. Nonetheless, the period for repayment under the rules has expired on occasion before capital flows were reversed and debtor positions could be unwound through reflows in the currencies of the creditor countries. Repayment obligations were met in these circumstances by market borrowing, which has so far been easily available. This problem, however, is likely to become more serious as larger capital movements can now be expected. Moreover, since financial market conditions may change, it is important that the financing facilities provide adequate resources for the management of the system in periods of tension.

16. The VSTF was conceived at a time when most interventions were expected to be at the margins. Since then, intramarginal interventions have become standard practice and now far exceed compulsory interventions. Some Governors therefore consider that the fact that recourse to the VSTF for intramarginal interventions is dependent on the consent of the two central banks involved may have deprived the system of a powerful deterrent against speculative attacks. Indeed the few instances of use of the VSTF for such interventions occurred only in 1979. Easier access to VSTF for intramarginal intervention would also represent an encouragement for countries not participating in the exchange rate mechanism to join it. Other Governors, by contrast, consider that speculation could actually be encouraged by a perception that the system's financing constraints had been eased. It was pointed out moreover that the central banks with stronger currencies liberally and flexibly accepted the use of their currencies for

intervention in the past. These central banks might have reason to reconsider their attitude if the financing of intramarginal interventions were to compromise the stance of their monetary policy.

17. Short-term monetary support has not been used since 1974. This has not been due to shortcomings in the mechanism, but rather to the reluctance of EEC countries to finance balance-of-payments disequilibria with official credit when market financing was easily available. Moreover, when recourse to official credit mechanisms was made, countries showed a preference for medium-term instruments, such as the Community loan mechanism, in view of the nature of balance-of-payments imbalances and the time needed to correct them.

The role of the ECU

18. On the whole little use has been made of official ECUs in settlements and no large net ECU positions have built up since debtor countries have tended to repurchase their ECUs promptly. This tendency has undoubtedly been strengthened by the switch from official discount rates to market rates for the remuneration of ECU positions. The usability of the official ECU has been improved by the mobilisation mechanism introduced in July 1985. This allows central banks to obtain dollars or Community currencies against ECUs, for a limited time, subject only to the requirement of a need for intervention currencies.

19. The development of the private ECU market has been followed closely by the Committee of Governors on the basis of periodic reviews by their experts. The Governors welcome the fact that with the recent abolition of specific restrictions on the use of the private ECU in Germany and Spain the ECU is now essentially on the same footing as any other foreign currency in all EEC countries. The remaining restrictions on use of the ECU are side effects of the foreign exchange controls still in force in some countries.

Non- or incomplete participation in the exchange rate mechanism

20. The EMS was intended to encompass all the EEC countries; at present only eight of them participate in the exchange rate mechanism. In general, non-participation has not caused major difficulties, though the movements of sterling have from time to time put pressure on the Irish pound, owing to Ireland's close trade links with the United Kingdom.

However the inclusion of the pound sterling and the Greek drachma in the ECU basket means that changes in their exchange rates affect the market value and yield of the ECU. Such changes, and movements of the lira outside the narrow band of the exchange rate mechanism, can to an extent distort the divergence indicator and alter the value of claims and liabilities in the VSTF; they can also affect the private ECU market. The basic problem with non-participation, however, is that it casts doubt on the future of European monetary integration.

21. Italy's retention of wider fluctuation margins has not caused significant problems for other EMS countries or for the system as a whole, in part because less than full use has been made of its broader band, which has served principally to provide operational flexibility and to avoid large changes in market rates on the occasion of realignments. However the reduction in inflation differentials has weakened the reasons for maintaining wider margins, but it is understood that Italy is giving priority to the dismantling of its long-standing foreign exchange controls.

22. For many years, the BLEU has maintained a two-tier exchange market as a way to stabilise official exchange rates for commercial transactions while achieving and maintaining full freedom for capital transactions. This arrangement has allowed the authorities to avoid the introduction of restrictions at times of crisis. Moreover, the spread between the rates in the two markets has generally been less than 1 per cent. Nevertheless, the participation of the BLEU in a fully derestricted Community-wide capital market would logically entail the adoption of a unified exchange rate system.

II. POLICIES TO STRENGTHEN THE EMS

Main conclusions of the analysis

23. Persistence of international payments disequilibria coupled with the remaining disparities in economic fundamentals and increased capital mobility between EMS countries could result in destabilising capital flows. In such circumstances it would prove more difficult to preserve exchange rate stability within the EMS, especially if monetary policies are not adapted more promptly and co-ordinated more closely when temporary pressures develop in foreign exchange markets. Some member countries with highly open economies fear the adverse impact on economic growth of raising

domestic interest rates to stem capital outflows. Conversely, the countries that have defeated inflation and whose currencies are tending to appreciate fear lest the huge capital inflows that could occur in periods of tension should cause them to lose control of their monetary aggregates. There is, therefore, the risk that temporary pressures will lead to realignments that economic fundamentals do not justify and that would otherwise have been avoidable. This would impair the credibility of the EMS and compromise its positive role in promoting the downward convergence of inflation rates.

24. The Governors agree that the risk of exchange rate stability being adversely affected by increased mobility of capital and the elimination of exchange controls should be avoided. To this end the anti-inflationary stance of economic policies and the present flexibility of the system should be preserved. Moreover, to help achieve these goals, they consider that various policy steps are in order. Some of these steps require action by national governments, while the central banks are competent to act on others related more specifically to the management and operating mechanisms of the EMS.

A. Issues requiring action by national governments

25. The stability of the EMS and the possibility of further progress in the construction of an integrated monetary area in Europe depend primarily on the convergence of economic fundamentals. Indeed, since monetary policy on its own cannot ensure the convergence required to achieve stable exchange rates, the full support of fiscal and other policies is required. Further convergence would help to stabilise exchange markets and strengthen private operators' perception that exchange rates will remain stable.

26. It is also desirable for all the EEC countries to accept the discipline of the exchange rate mechanism on an equal footing (see paragraphs 20-22). The Governors stress that progress towards this objective should be made sooner rather than later, as an important step towards full monetary integration in Europe.

27. Realignment policy can also enhance EMS stability by minimising the potential gains from position-taking in expectation of a realignment. In the first place, markets should be led not to expect large exchange rate movements in the wake of a realignment. Secondly, any impression that the authorities are prepared to yield to market pressures through realignments should be avoided. Accordingly, realignments should be infrequent and changes in central rates should be kept small so as, whenever possible, to

avoid changes in market rates. This implies, however, that further progress should be made in the convergence of economic fundamentals. There is also a need to make realignments less predictable, notably by early recognition of fundamental disequilibria and, when these develop, by a prompt decision to realign before the markets see this as inevitable. Finally, everything possible should be done to dispel the impression that realignments are somehow linked to domestic political events.

B. Action by Central Banks

The role of monetary policies

28. In a medium-term perspective, monetary policies should be geared to narrowing the remaining inflation differentials and making national inflation rates converge on price stability. In the short run, this approach should continue to be implemented in a flexible way. Departures from the desired path of monetary growth should, however, be temporary so as not to allow serious or extended divergence from a policy course that is consistent with domestic price stability and convergence; otherwise, expectations would be generated in the market that the emergence of fundamental causes of tensions will be tolerated. Accordingly, short-term policy adjustments should be made in full consideration of the causes of exchange market strains and the final objectives of price stability and convergence within the system.

29. Increased financial innovation and liberalisation of capital movements in those countries which have not already taken this action will not only have implications for interest and exchange rate policies, but also for monetary policy instruments and intermediate targets. The foreseeable increase in residents' holdings of foreign liquid assets will make it more difficult to analyse monetary and credit aggregates. The scope for circumventing controls will be greatly increased, thereby strengthening the case for the use of indirect monetary tools based on interest rates. The abolition of exchange restrictions will improve the allocation of resources and reduce the cost of financial intermediation, but careful consideration must also be given to the differences in the supervisory, regulatory and fiscal arrangements governing financial markets with a view to eliminating distortions that might have a bearing on financial stability.

Exchange rate management - a strengthened monitoring procedure

30. The Governors agree that in the new environment there is scope for a more active and flexible use of all the instruments available to central banks for meeting short-term exchange rate pressures and for better co-ordination of such action among the central banks participating in the EMS. Full and concerted use of all the instruments for defending EMS stability will be all the more necessary to cope with any financial shocks that originate outside the system and affect the participating currencies differently. While recognising that intramarginal interventions will continue to play an important role, the Governors are considering allowing fuller use of the exchange rate fluctuation band with the aim of enhancing the perception of exchange risk among market participants. They also believe that interest rates should be adjusted more promptly when incipient pressures arise, thereby helping to check speculation by raising the cost of open foreign exchange positions. Moreover the Governors intend to seek ways of strengthening central bank co-operation on interventions and related policies, regarding not only EMS currencies but, when appropriate, third currencies and ECUs.

31. To promote more effective use of the instruments available for maintaining exchange rate cohesion within the EMS, the Governors have agreed to strengthen, within the Committee of Governors, the procedure for joint monitoring of economic developments and policies with the aim of arriving at common assessments of prevailing circumstances and appropriate policy responses. This new procedure will build on existing arrangements for mutual exchange of information and monitoring, but it will entail two significant innovations. First, to ensure that potential strains are identified as early as possible, monitoring will focus more specifically and systematically on simultaneous consideration of intervention, exchange rate, and interest rate policies. Secondly, the Governors will use the findings of the monitoring exercise to discuss appropriate policy responses, including the use of interventions and their co-ordination.

EMS mechanisms

32. The Governors emphasise that it is essential to avoid any easing of discipline or change in the balance between adjustment and financing of balance-of-payments disequilibria. In the light of their operational experience with the EMS mechanisms and the changes in the environment, the

Governors have agreed that a number of modifications would be useful and desirable.

(a) Very short-term financing

33. The duration of such financing (which is unlimited in amount) will be extended by one month, taking the maximum duration from two and a half to three and a half months. Initial financing operations will still be automatically renewable for three months at the request of the debtor country, but the ceiling on automatic renewal, at present equivalent to the country's debtor quota in the short-term monetary support mechanism, will be raised to 200 per cent. of this quota.

34. The Governors have agreed that automatic VSTF financing of intramarginal interventions should not be introduced. They point out that such financing of intramarginal interventions through the EMCF is already possible if the central banks directly involved concur. They accept a presumption that intramarginal intervention agreed to by the central bank issuing the intervention currency will qualify for financing via the EMCF on the following conditions:

- the cumulative amount of such financing does not exceed the double of the debtor quota of the debtor central bank in the short-term monetary support mechanism;
- the debtor central bank is also prepared to use its existing holdings of the currency to be sold for intervention in amounts to be agreed;
- repayments shall be made in accordance with the rules specified in Article 16.1 of the EMS Agreement. The creditor central bank reserves the right to request payment in its own currency if this appears necessary in the light of its own monetary conditions, taking into account the reserve position of the debtor central bank.

35. Larger cross-holdings of EMS currencies in participating central banks' reserves can be expected to develop as a natural consequence of increased integration and monetary convergence in the EMS. Although substantial accumulations of assets in EMS currencies do not appear desirable, holdings of larger working balances in these currencies, subject to prior agreement by the issuing central banks, could in certain circumstances help to improve the working of the system. The Governors believe that current

arrangements in this regard do not constitute an obstacle to such enhanced holdings of partners' currencies.

(b) Short-term monetary support

36. The Governors consider that the short-term monetary support mechanism does not need to be modified.

(c) Matters relating to the ECU

37. On the basis of the positive experience with official ECU mechanisms, the Governors have agreed to accept settlement in ECUs of outstanding claims in the VSTF in excess of their central bank's obligation and up to 100 per cent. as long as this does not result in an unbalanced composition of reserves and no excessive debtor and credit positions in ECUs emerge since these would in time endanger the ECU's credibility. After two years of experience, the formal rules relating to the official ECU will be subject to review.

38. As regards the further development of the ECU, the Governors reaffirm their belief that the private ECU market should continue to develop in response to market forces. The Governors welcome the lifting of restrictions on the use of the private ECU in Germany and Spain and are confident that the remaining restrictions on the use of the private ECU will be removed as part of the liberalisation of capital movements under way in the Community.

39. The Governors have examined other ways to broaden the usability of the ECU. In particular, they have considered various proposals to introduce a link between the private and official ECU circuits. They have reached the conclusion that these proposals would be feasible and that they would neither raise major technical or legal problems nor have major monetary or exchange rate implications under present circumstances. Although their practical consequences in the short term would appear to be limited, their implementation would nonetheless raise issues relating to the long-term evolution of the ECU and the involvement of the monetary authorities in the functioning of the private ECU market, issues which the Committee of Governors will keep under review.

RAPPORT DU COMITE DES GOUVERNEURS
SUR LE RENFORCEMENT DU SME

1. Dans le Communiqué publié lors du réalignement du 12 janvier 1987, les Ministres des Finances des pays de la CEE ont demandé au Comité des Gouverneurs et au Comité monétaire d'examiner les mesures qui permettront de renforcer les mécanismes de fonctionnement du Système Monétaire Européen. Conformément à ce mandat, les groupes d'experts du Comité et les Suppléants ont effectué un travail préparatoire. Le Président du Comité des Gouverneurs a présenté deux rapports intérimaires oraux sur ce travail au Conseil des Ministres des Finances, respectivement le 4 avril et le 15 juin 1987. Le présent document constitue le rapport final des Gouverneurs et met principalement l'accent sur les questions relevant de leur compétence.

2. Le rapport comporte deux parties. La première passe en revue l'expérience acquise avec le SME et analyse les principales modifications de l'environnement économique qui sont susceptibles d'influencer le fonctionnement du système. La seconde partie résume les principales conclusions de l'analyse et examine les possibilités de renforcement des mécanismes du SME et d'amélioration de leur fonctionnement.

I. L'ENVIRONNEMENT ECONOMIQUE ET LE FONCTIONNEMENT DES MECANISMES DU SME

A. Modifications de l'environnement économique

3. Au cours des années, le SME a évolué de manière satisfaisante malgré l'instabilité prononcée de l'économie mondiale. Les Gouverneurs sont convaincus que le système a contribué à l'obtention d'un degré élevé de stabilité des taux de change, fondée sur une plus grande convergence économique, en favorisant l'adoption d'une orientation rigoureuse en matière de politique monétaire et budgétaire et en empêchant des retards excessifs

dans l'ajustement des politiques. Ils sont néanmoins persuadés que l'évolution du SME a bénéficié de certains facteurs et conditions dont l'influence sur le système peut se modifier maintenant.

4. Depuis la création du système, les pays du SME ont accordé la priorité à la réduction de l'inflation. Dans de nombreux cas, les modifications des taux de change n'ont pas pris en compte intégralement les écarts d'inflation et les pays à plus forte inflation ont maintenu des écarts de taux d'intérêt appropriés. Cela s'est traduit par un effet de stabilisation sur les anticipations de taux de change et a contribué à réduire la spéculation à l'égard des monnaies faibles. En fait, une baisse remarquable des taux d'inflation a été obtenue, mais les écarts n'ont pas été éliminés et il y a eu moins de convergence dans les autres politiques et notamment la politique budgétaire, qui exercent une incidence sur la cohésion en matière de taux de change. Tant que la convergence demeure incomplète, il faudra recourir de temps à autre au réaligement des cours-pivots et la politique des taux d'intérêt risque de voir sa marge de manoeuvre limitée par des considérations externes, dans le cas notamment où les décisions de réaligement sont indûment retardées.

5. Le mécanisme de change du SME a été affecté par les amples mouvements du cours de change du dollar et cela pour deux raisons: parce que le deutsche mark est un substitut préféré pour la monnaie américaine dans les portefeuilles internationaux et parce que les fluctuations du dollar influencent de manière différente la compétitivité des pays du SME. Une pression à la baisse sur la monnaie américaine s'est généralement accompagnée d'une pression à la hausse sur le deutsche mark au sein du SME. Tant que persistent d'importants déséquilibres de paiement entre les principaux pays et que les politiques en vigueur n'apparaissent pas complètement compatibles avec la correction de ces déséquilibres, l'environnement international continuera à être une source potentielle de tensions déstabilisatrices au sein du SME; ces tensions seront renforcées par les différences qui demeurent au niveau des résultats et des politiques des pays du SME.

6. L'intégration croissante des marchés des capitaux, l'expertise financière des opérateurs et la mobilité des capitaux internationaux sont susceptibles d'accentuer les tensions du SME résultant des facteurs internes et externes mentionnés ci-dessus. Les pays de la Communauté qui maintenaient des restrictions sur les mouvements de capitaux les ont progressivement éliminées conformément à l'objectif visant à achever le marché interne d'ici 1992. En pratique, le démantèlement des contrôles appliqués aux

capitaux peut exercer des incidences discordantes sur la stabilité des taux de change. D'un côté, outre qu'il favorise une allocation efficace des ressources et la convergence des politiques macro-économiques, il renforce la discipline externe, en exerçant une influence potentiellement stabilisatrice sur les anticipations de taux de change; de l'autre côté, il accroît le risque de voir les marchés amplifier les répercussions, sur les taux de change, des perturbations externes ou des divergences temporaires perçues au niveau des politiques.

7. Avec des taux de change fixes mais ajustables et une mobilité accrue des capitaux résultant de l'intégration progressive des marchés des capitaux et de l'abolition des restrictions de change encore en vigueur, les politiques monétaires nationales seront exposées à des tensions aussi longtemps que les politiques et les résultats des pays en matière économique et financière laisseront place à des déviations par rapport à l'équilibre interne et externe, déviations dont les effets se répercutent sur d'autres pays. Cela implique que tous les partenaires poursuivent, dans un cadre de coordination étroite, des politiques favorables à la stabilité des prix et des coûts internes, base indispensable d'une stabilité durable des taux de change. En particulier, les pays devraient convenir que les banques centrales s'engageraient à donner la priorité à l'objectif de stabilité des prix dans la conduite de la politique monétaire.

8. Il est rappelé que, comme indiqué dans les conclusions de la Présidence du Conseil Européen de décembre 1978, l'objectif du SME est d'établir une stabilité monétaire accrue dans la Communauté et que le SME devrait être considéré comme un élément fondamental d'une vaste stratégie ayant pour objectifs une croissance durable dans la stabilité, un retour progressif au plein emploi, l'harmonisation des niveaux de vie et la réduction des disparités régionales au sein de la Communauté. De plus, l'Acte unique européen se propose spécialement de réduire de telles disparités, en vue de renforcer la cohésion économique et sociale de la Communauté. En l'absence d'un tel renforcement, l'achèvement du marché interne et la libération intégrale des mouvements de capitaux peuvent amplifier ces disparités. En conséquence, des politiques monétaires compatibles, la stabilité des taux de change et, en fait, les progrès réalisés généralement dans le sens d'une intégration monétaire et financière ne doivent pas être considérés comme une fin en soi, mais plutôt comme un élément d'un processus qui, associé à l'action directe de la Communauté, facilitera la réduction des disparités régionales de la Communauté.

B. Le fonctionnement des mécanismes du SME

Gestion des taux de change

9. Lorsque des tensions sont apparues au sein du système, elles ont été contrées dans un premier temps par des interventions intramarginales, quelquefois massives, des banques centrales dont la monnaie était soumise à une pression à la baisse. Ces interventions ont permis effectivement d'éviter des anticipations déstabilisatrices et, plus généralement, de procurer un répit et de gagner du temps avant de décider des actions de plus grande envergure lorsque les pressions ont persisté. L'expérience a néanmoins montré que si un taux de change intramarginal donné est défendu trop longtemps et si le marché se rend compte de l'importance des interventions, la spéculation peut se voir renforcée. De plus, la perception par le marché d'une tendance des autorités à s'en remettre essentiellement aux interventions a pu alimenter les pressions spéculatives.

10. Les politiques de taux d'intérêt se sont également révélées utiles pour réduire les tensions des taux de change lorsque les taux d'intérêt ont été modifiés rapidement et dans des proportions appropriées. L'expérience a montré qu'il appartenait généralement à la banque centrale de la monnaie faible de relever ces taux d'intérêt et d'élargir l'écart par rapport à ceux des autres pays. Cependant, la capacité des banques centrales d'ajuster les taux d'intérêt pour faire face à l'amorce de pressions sur le marché a quelquefois été entravée par des considérations de politique interne. Dans certains cas, les pressions du marché ont été amplifiées par les retards dans l'application des mesures de soutien de la politique interne. Bien que la réaction initiale aux tensions dans le système ait été normalement le fait de la banque centrale de la monnaie faible, la banque centrale de la monnaie forte a également dû intervenir et accepter l'incidence sur les conditions de son marché monétaire des entrées de devises lorsque la pression s'est révélée trop forte et que la monnaie faible a glissé jusqu'à sa limite inférieure.

Réalignements

11. Les réalignements ont généralement été effectués sans à-coups. Dans certains cas cependant, ils ont été décidés sous l'effet d'une forte pression, après avoir été largement anticipés par les marchés; la possibilité de se prononcer en faveur d'une nouvelle grille de cours-pivots a eu quelquefois tendance à être liée aux calendriers politiques internes des

Etats membres. En outre, les modifications des cours-pivots se sont traduites quelquefois par des ajustements importants des cours du marché, ce qui a renforcé la conviction que l'activité spéculative avant un réalignement pouvait être profitable.

Interventions

12. Selon les règles actuelles du SME, les interventions aux marges sont obligatoires et peuvent être financées de manière illimitée par des tirages sur la facilité de financement à très court terme (FTCT). En principe, les interventions intramarginales ne sont pas réglementées, étant entendu toutefois que (1) celles effectuées en monnaies du SME nécessitent l'accord préalable de la banque centrale émettrice; (2) celles réalisées en dollars doivent être évitées lorsqu'elles risquent d'accentuer l'évolution tendancielle du dollar ou d'entrer en conflit avec les objectifs des interventions simultanées en dollars faites par d'autres banques centrales du SME. Ces règles ont été appliquées de manière souple et les procédures de concertation ont permis en général de surmonter les conflits naissants.

13. La plupart des interventions au sein du système ont été intramarginales et ont principalement porté sur le dollar et le deutsche mark. Lorsque l'utilisation des principales monnaies semblait inappropriée, il a été parfois procédé à des interventions sur le marché de l'Ecu privé.

14. Dans certains cas, les interventions intramarginales coordonnées peuvent déjouer efficacement les pressions sur les marchés. Cependant, de telles interventions peuvent, dans certains cas, se traduire par une accumulation de monnaies de la CEE dans les réserves officielles. Ces avoirs devraient être totalement liquides et utilisables aux fins d'interventions conformément aux règles existantes. Certains pays sont toutefois réticents pour permettre l'utilisation de leur monnaie comme actif de réserve.

Mécanismes de crédit

15. Les Gouverneurs reconnaissent que les arrangements actuels du FTCT n'ont pas été utilisés de manière excessive et n'ont pas causé de difficultés majeures aux pays débiteurs. Cependant, la période de remboursement, selon les règles, a expiré quelquefois avant que les mouvements de capitaux aient été inversés et que les positions débitrices aient pu être dénouées, grâce aux reflux de capitaux dans les monnaies des pays créanciers. Dans ces conditions, les obligations de remboursement ont été satisfaites

au moyen de ressources empruntées sur le marché, qui ont été aisément disponibles jusqu'à présent. Ce problème risque toutefois de devenir plus sérieux puisqu'on peut s'attendre désormais à un accroissement des mouvements de capitaux. En outre, comme les conditions du marché des capitaux sont susceptibles de se modifier, il importe que les facilités de financement puissent procurer des ressources adéquates pour la gestion du système dans des périodes de tension.

16. Le FTCT a été conçu à un moment où l'on s'attendait à ce que la plupart des interventions aient lieu aux limites. Depuis lors, les interventions intramarginales sont devenues une pratique courante et dépassent de loin les interventions obligatoires. Certains Gouverneurs estiment par conséquent que le fait que le recours au FTCT pour les interventions intramarginales dépende de l'autorisation des deux banques centrales concernées a pu priver le système d'une arme puissante contre les attaques spéculatives. En fait, les quelques exemples d'utilisation du FTCT pour de telles interventions n'ont eu lieu qu'en 1979. Un accès plus facile au FTCT pour les interventions intramarginales constituerait également un encouragement pour les pays ne participant pas au mécanisme de change de rejoindre ce dernier. D'autres Gouverneurs, en revanche, considèrent que la spéculation pourrait en fait être encouragée par la perception que les contraintes de financement du système ont été allégées. Il a été souligné en outre que les banques centrales à monnaies plus fortes ont accepté dans le passé, de manière libérale et souple, l'utilisation de leurs monnaies aux fins d'interventions. Ces banques centrales pourraient être amenées à reconsidérer leur attitude si le financement des interventions intramarginales venait à mettre en péril l'orientation de leur politique monétaire.

17. Le soutien monétaire à court terme n'a pas été utilisé depuis 1974. Ce fait n'est pas dû aux défauts du mécanisme, mais plutôt à la réticence des pays de la CEE à financer des déséquilibres de balances des paiements au moyen de crédits officiels, alors qu'ils pouvaient aisément se procurer des ressources sur le marché. De plus, lorsque les mécanismes de crédit officiel ont été sollicités, les pays concernés ont marqué leur préférence pour les instruments à moyen terme, tels que le mécanisme de prêts de la Communauté, étant donné la nature des déséquilibres de paiement et le temps nécessaire pour les corriger.

Le rôle de l'Ecu

18. Dans l'ensemble, les Ecus officiels n'ont été que faiblement utilisés et aucune position nette importante en Ecus n'a été constituée, étant donné que les pays débiteurs ont eu tendance à racheter rapidement leurs Ecus. Cette tendance a été renforcée, à n'en pas douter, par l'adoption des taux du marché en lieu et place des taux d'escompte officiels pour la rémunération des positions en Ecus. Les possibilités d'utilisation de l'Ecu officiel ont été améliorées par l'introduction du mécanisme de mobilisation en juillet 1985, qui permet aux banques centrales de se procurer des dollars ou des monnaies de la Communauté contre Ecus pour une période limitée, la seule condition étant l'existence d'un besoin de monnaies d'intervention.

19. Le Comité des Gouverneurs a suivi de près l'évolution du marché de l'Ecu privé en s'appuyant sur les études périodiques de ses experts. Les Gouverneurs se réjouissent que, suite à l'abolition récente des restrictions spécifiques frappant l'utilisation de l'Ecu privé en Allemagne et en Espagne, l'Ecu est désormais placé, pour l'essentiel, sur un pied d'égalité avec toutes les autres devises dans l'ensemble des pays de la CEE. Les restrictions qui continuent de s'appliquer à l'utilisation de l'Ecu sont des effets secondaires des contrôles de change encore en vigueur dans certains pays.

Non-participation ou participation incomplète au mécanisme de change

20. Le SME devait initialement comprendre tous les pays de la CEE; actuellement huit d'entre eux seulement participent au mécanisme de change. En général la non-participation n'a pas provoqué de difficultés majeures, même si les mouvements de la livre sterling ont exercé de temps à autre des pressions sur la livre irlandaise en raison des relations commerciales étroites entre l'Irlande et le Royaume-Uni. Cependant l'inclusion de la livre sterling et de la drachme grecque dans le panier de l'Ecu signifie que les modifications de leurs taux de change affectent le cours coté sur le marché et le rendement de l'Ecu. De telles modifications, ainsi que les mouvements de la lire en dehors de la bande étroite du mécanisme de change, peuvent dans une certaine mesure fausser l'indicateur de divergence et modifier la valeur des créances et engagements dans le FTCT; elles peuvent aussi affecter le marché de l'Ecu privé. Le problème fondamental de la non-participation est toutefois que celle-ci jette un doute sur l'avenir de l'intégration monétaire européenne.

21. Le maintien par l'Italie de marges de fluctuation élargies n'a pas posé de problème important aux autres pays du SME ou au système dans son ensemble; cela est dû, en partie, au fait que l'Italie n'a pas pleinement utilisé les possibilités de fluctuation dans la bande élargie, qui a servi principalement à fournir une souplesse opérationnelle et à éviter de fortes variations des cours du marché à l'occasion des réalignements. La réduction des écarts d'inflation a cependant affaibli les arguments en faveur du maintien de ces marges élargies, mais il est entendu que l'Italie accorde la priorité au démantèlement des contrôles de change appliqués depuis longtemps.

22. Depuis de nombreuses années, un double marché des changes est en vigueur dans l'UEBL en vue de stabiliser les cours officiels pour les transactions commerciales tout en assurant et en maintenant la pleine liberté pour les opérations en capital. Cet arrangement a permis aux autorités d'éviter l'application de restrictions en temps de crise. De plus, l'écart entre les cours des deux marchés a été généralement inférieur à 1%. Il n'en demeure pas moins que la participation de l'UEBL à un marché des capitaux complètement libéralisé à l'échelle de la Communauté devrait entraîner logiquement l'adoption d'un système de change unifié.

II. POLITIQUES DE RENFORCEMENT DU SME

Principales conclusions de l'analyse

23. Par suite de la persistance de déséquilibres des paiements à l'échelle internationale, conjuguée aux disparités qui continuent d'affecter les situations économiques fondamentales, et de la plus grande mobilité des capitaux entre les pays du SME, des flux de capitaux déstabilisateurs pourraient se produire. Dans ces conditions, il pourrait se révéler plus difficile de préserver la stabilité des cours de change au sein du SME, dans le cas surtout où les politiques monétaires ne sont pas adaptées plus rapidement et coordonnées plus étroitement en présence de pressions temporaires sur les marchés des changes. Certains pays membres dont les économies sont largement ouvertes sur l'extérieur redoutent l'effet négatif sur la croissance économique d'un relèvement des taux d'intérêt internes pour entraver les sorties de capitaux. Inversement, les pays qui ont vaincu l'inflation et dont les monnaies tendent à s'apprécier craignent que les entrées massives de capitaux susceptibles de se produire en période de tensions pourraient

leur faire perdre la maîtrise de l'évolution des agrégats monétaires. Il y a donc le risque que des pressions temporaires conduisent à des réalignements non justifiés par les données économiques fondamentales et qui, autrement, auraient pu être évités. Cela pourrait altérer la crédibilité du SME et compromettre son rôle positif dans la promotion de la convergence à la baisse des taux d'inflation.

24. Les Gouverneurs sont d'accord pour estimer qu'il conviendrait d'éviter le risque de voir la stabilité des cours de change affectée négativement par l'accroissement de la mobilité des capitaux et l'élimination des contrôles de change. Il conviendrait de préserver à cette fin l'orientation anti-inflationniste des politiques économiques et la souplesse actuelle du système. De surcroît, pour réaliser ces objectifs, ils estiment que diverses mesures s'imposent au niveau des politiques. Certaines d'entre elles requièrent une action des gouvernements nationaux, tandis que d'autres relèvent de la compétence des banques centrales en ce qui concerne plus spécialement la gestion et le fonctionnement des mécanismes du SME.

A. Questions requérant une action des gouvernements nationaux

25. La stabilité du SME et la possibilité de réaliser de nouveaux progrès dans l'édification d'une zone monétaire intégrée en Europe dépendent essentiellement de la convergence des données économiques fondamentales. En fait, puisque la politique monétaire ne peut assurer, à elle seule, la convergence requise pour obtenir des taux de change stables, il est nécessaire que les politiques budgétaires et autres apportent pleinement leur soutien. Une convergence accrue contribuerait à stabiliser les marchés des changes et renforcerait la conviction des opérateurs que les taux de change demeureront stables.

26. Il est également souhaitable que tous les pays de la CEE acceptent, sur un pied d'égalité, la discipline du mécanisme de change (voir les paragraphes 20 à 22). Les Gouverneurs soulignent que des progrès en direction de cet objectif devraient être effectués le plus tôt possible puisqu'ils constituent une étape importante vers une intégration monétaire intégrale en Europe.

27. Les politiques de réalignement peuvent également accroître la stabilité du SME en réduisant au minimum les gains potentiels découlant des prises de position effectuées dans l'attente d'un réalignement. Tout d'abord, les marchés ne devraient pas pouvoir escompter des mouvements importants

des cours de change à la suite d'un réalignement. En second lieu, il conviendrait d'éviter en tout état de cause de donner l'impression que les autorités sont prêtes à céder aux pressions du marché, en procédant à des réalignements. En conséquence, les réalignements devraient être peu fréquents et les modifications des cours-pivots devraient être de faible ampleur, de manière à éviter, dans la mesure du possible, des modifications des cours du marché. Cela implique néanmoins que de nouveaux progrès soient réalisés sur le plan de la convergence des données économiques fondamentales. Il est également nécessaire de rendre les réalignements moins prévisibles, notamment par une prise de conscience rapide des déséquilibres fondamentaux et, si ces derniers se développent, par une décision prompte de réaligner avant que les marchés ne le considèrent comme inévitable. Enfin, il conviendrait de tout mettre en oeuvre pour dissiper l'impression que les réalignements sont liés dans une certaine mesure à des événements de politique interne.

B. Action des banques centrales

Le rôle des politiques monétaires

28. Dans une perspective à moyen terme, les politiques monétaires devraient avoir pour objet de réduire les écarts d'inflation qui subsistent et d'assurer la convergence des taux d'inflation dans les divers pays vers la stabilité des prix. A court terme, il conviendrait de poursuivre l'application de cette approche de manière flexible. Des déviations de l'expansion monétaire par rapport à la trajectoire souhaitée devraient toutefois n'être que temporaires de façon à ne pas se traduire par des divergences sérieuses et prolongées par rapport à une orientation des politiques compatible avec la stabilité et la convergence des prix internes; sinon, le marché pourrait s'attendre à ce que l'apparition de causes fondamentales de tensions soit tolérée. En conséquence, les ajustements des politiques à court terme devraient être effectués en tenant dûment compte de l'origine des tensions sur le marché des changes et des objectifs finals de la stabilité des prix et de la convergence au sein du système.

29. Le développement de l'innovation financière et de la libération des mouvements de capitaux dans les pays qui n'ont pas déjà entrepris cette action aura non seulement des répercussions sur les politiques de taux d'intérêt et de cours de change, mais également sur les instruments de politique monétaire et les objectifs intermédiaires. Par suite de l'accroissement prévisible des actifs liquides détenus à l'étranger par les résidents,

il sera beaucoup plus difficile d'analyser les agrégats monétaires et du crédit. Les possibilités de contourner les contrôles seront sensiblement accrues, ce qui renforce l'argument en faveur de l'utilisation des instruments monétaires indirects fondés sur les taux d'intérêt. L'abolition des restrictions de change améliorera l'affectation des ressources et réduira le coût de l'intermédiation financière; mais il faut examiner soigneusement les différences dans les dispositifs régissant les marchés des capitaux sur le plan du contrôle bancaire, de la réglementation et de la fiscalité, en vue d'éliminer les distorsions qui pourraient affecter la stabilité financière.

Gestion des taux de change - une procédure de surveillance renforcée

30. Les Gouverneurs sont d'avis que dans le nouvel environnement il est possible d'utiliser de manière plus active et plus souple l'ensemble des instruments dont disposent les banques centrales pour faire face aux pressions à court terme sur les taux de change et pour assurer une meilleure coordination de cette action entre les banques centrales participant au SME. Une utilisation complète et concertée de tous les instruments pour défendre la stabilité du SME sera d'autant plus nécessaire pour faire face aux chocs financiers d'origine externe et qui affectent de manière différente les monnaies des pays participants. Tout en reconnaissant que les interventions intramarginales continueront à jouer un rôle important, les Gouverneurs envisagent d'utiliser dans une plus grande mesure la bande de fluctuation des taux de change en vue de faire davantage prendre conscience du risque de change chez les opérateurs du marché. Ils sont également d'avis que les taux d'intérêt devraient être ajustés plus rapidement lorsque des pressions commencent à se manifester, contribuant ainsi à entraver la spéculation par un relèvement du coût des positions de change à découvert. De plus, les Gouverneurs ont l'intention de développer des moyens de renforcer la coopération entre banques centrales en matière d'interventions et de politiques connexes, concernant non seulement les monnaies du SME mais également, si cela est approprié, les monnaies tierces et l'Ecu.

31. En vue d'encourager une utilisation plus efficace des instruments disponibles pour le maintien de la cohésion en matière de change au sein du SME, les Gouverneurs sont convenus de renforcer, dans le cadre du Comité des Gouverneurs, la procédure de surveillance conjointe de l'évolution de la situation économique et des politiques en vue de parvenir à des évaluations communes des circonstances en vigueur et des réactions appropriées sur le plan des politiques. Cette nouvelle procédure s'appuiera sur les arrangements

existants pour l'échange mutuel d'information et de surveillance, mais elle comportera deux innovations importantes. Premièrement, en vue de pouvoir déceler le plus rapidement possible les tensions potentielles, la surveillance sera axée plus spécifiquement et plus systématiquement sur l'examen simultané des politiques d'intervention, de taux de change et de taux d'intérêt. Deuxièmement, les Gouverneurs utiliseront les résultats de la procédure de surveillance pour discuter les réactions appropriées au niveau des politiques, y compris l'utilisation d'interventions et leur coordination.

Mécanismes du SME

32. Les Gouverneurs soulignent qu'il est essentiel d'éviter tout relâchement de la discipline ou toute modification de la répartition entre l'ajustement et le financement des déséquilibres des balances des paiements. Compte tenu de leur expérience opérationnelle avec les mécanismes du SME et des changements de l'environnement, les Gouverneurs estiment qu'un certain nombre de modifications seraient utiles et souhaitables.

a) Financement à très court terme

33. La durée de ce financement (qui est illimité en montant) sera étendue d'un mois, ce qui porte la durée maximale de deux mois et demi à trois mois et demi. Les opérations de financement initiales continueront à être automatiquement renouvelables pour trois mois à la demande du pays débiteur, mais le plafond appliqué au renouvellement automatique, équivalent actuellement à la quote-part débitrice du pays dans le mécanisme du soutien monétaire à court terme, sera porté à 200% de cette quote-part.

34. Les Gouverneurs sont convenus qu'il ne faudrait pas introduire le recours automatique au FTCT pour les interventions intramarginales. Ils rappellent qu'un tel financement des interventions intramarginales à travers le Fonds européen de coopération monétaire (FECOM) est déjà possible si les banques centrales directement concernées y consentent. Ils conviennent d'établir une présomption selon laquelle les interventions intramarginales acceptées par la banque centrale émettrice de la monnaie d'intervention pourront bénéficier du financement à travers le FECOM dans les conditions suivantes:

- le montant cumulatif d'un tel financement ne doit pas excéder 200% de la quote-part débitrice de la banque centrale débitrice dans le soutien monétaire à court terme;

- la banque centrale débitrice est prête à utiliser ses avoirs existants dans la monnaie à vendre dans l'intervention pour des montants à convenir;
- les règlements se feront en conformité avec les dispositions de l'article 16.1 de l'accord des banques centrales sur le SME. La banque centrale créancière aura le droit de demander le règlement dans sa propre monnaie si cela apparaît nécessaire à la lumière des conditions monétaires dans son pays, prenant en compte la situation des réserves de la banque centrale débitrice.

35. On peut escompter que l'intensification de l'intégration et de la convergence monétaires au sein du SME entraînera, comme conséquence naturelle, un accroissement de la détention réciproque de monnaies du SME dans les réserves des banques centrales participantes. Bien que l'accumulation de quantités substantielles d'avoirs en monnaies du SME n'apparaisse pas souhaitable, la détention de fonds de roulement plus importants en ces monnaies, sous réserve de l'accord préalable des banques centrales émettrices, pourrait contribuer, dans certaines conditions, à améliorer le fonctionnement du système. Les Gouverneurs estiment que les dispositions en vigueur à cet égard ne constituent pas un obstacle à une telle détention accrue de monnaies des partenaires.

b) Soutien monétaire à court terme

36. Les Gouverneurs considèrent qu'il n'est pas nécessaire de modifier le mécanisme de soutien monétaire à court terme.

c) Questions relatives à l'Ecu

37. Sur la base de l'expérience favorable acquise avec les mécanismes de l'Ecu officiel, les Gouverneurs sont convenus d'accepter des règlements en Ecus des créances au titre du FTCT au-delà de l'obligation imposée aux banques centrales et jusqu'à 100% pour autant qu'il n'en résulte pas une composition déséquilibrée des réserves et des positions débitrices et créditrices excessives en Ecus, celles-ci risquant de compromettre, le moment venu, la crédibilité de l'Ecu. Au terme de deux années d'expérience, les règles formelles relatives à l'Ecu officiel seront soumises à une revue.

38. En ce qui concerne l'évolution ultérieure de l'Ecu, les Gouverneurs réaffirment leur conviction que le marché privé de l'Ecu devrait continuer à évoluer sous l'effet des forces du marché. Les Gouverneurs se réjouissent de l'abolition des restrictions sur l'utilisation de l'Ecu

privé en Allemagne et en Espagne et sont persuadés que les restrictions qui sont encore appliquées à l'utilisation de l'Ecu privé seront éliminées dans le cadre de la libération des mouvements de capitaux en cours dans la Communauté.

39. Les Gouverneurs ont examiné d'autres voies pour étendre les possibilités d'utilisation de l'Ecu. Ils ont considéré en particulier diverses propositions visant à établir un lien entre le circuit de l'Ecu privé et celui de l'Ecu officiel. Ils sont parvenus à la conclusion que ces propositions sont réalisables, qu'elles ne soulèveraient pas de problèmes majeurs d'ordre technique ou juridique et qu'elle ne comporteraient pas non plus de répercussions importantes sur le plan monétaire et des taux de change dans les circonstances actuelles. Bien que leurs conséquences pratiques semblent limitées à court terme, leur mise en oeuvre soulèverait néanmoins des questions relatives à l'évolution à long terme de l'Ecu et à l'implication des autorités monétaires dans le fonctionnement du marché de l'Ecu privé, questions que le Comité des Gouverneurs continuera de suivre de très près.