

PROCES-VERBAL\*  
DE LA 223<sup>e</sup> SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS  
DES BANQUES CENTRALES DES ETATS MEMBRES  
DE LA COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE  
TENUE A BALE, LE MARDI 8 MARS 1988 A 10 HEURES

---

Sont présents: le Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique et Président du Comité, M. Godeaux, accompagné par MM. Janson, Rey et Michielsen; 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 M. 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 Gouverneur de la Banca d'Italia, M. Ciampi, accompagné par MM. Dini, Masera et Saccomanni; le Président de la Nederlandsche Bank, M. Duisenberg, accompagné par MM. Szász et Brockmeijer; le Gouverneur du Banco de Portugal, M. Tavares Moreira, accompagné par M. Pego Marques; le Gouverneur de la Bank of England, M. Leigh-Pemberton, accompagné par MM. Loehnis et Kirby; le Président de la Commission des Communautés européennes, M. Delors, accompagné par MM. Costa, Mingasson et Dixon; le Directeur Général de l'Institut monétaire luxembourgeois, M. Jaans. Assiste en outre M. Dalgaard, Président du groupe d'experts. Le Secrétaire Général du Comité, M. Morelli, et son Adjoint, M. Bascoul, et MM. Scheller et Cook sont aussi présents, ainsi que MM. Bockelmann et Dagassan.

---

\* Texte définitif, approuvé lors de la séance du 12 avril 1988, présentant par rapport au projet quelques modifications de caractère rédactionnel.

I. Approbation du procès-verbal de la 222e séance

Le Comité approuve à l'unanimité le procès-verbal de la 222e séance, étant entendu que les amendements de caractère rédactionnel qui ont été proposés seront incorporés dans le texte définitif.

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

- Préparation par le "Groupe Dalgaard" et discussion par le Comité des Suppléants;
- Graphiques et tableaux

A. Exposé de M. Dalgaard

La période du mois de février et de début mars a été caractérisée par une stabilité remarquable des marchés des changes: le dollar et le yen ont été stables et le SME n'a connu aucune tension. Au total, les variations ont été faibles tant pour les taux de change que pour les taux d'intérêt et les interventions ont été également faibles. Une petite différence existe cependant: alors qu'en janvier la plupart des pays à monnaies plutôt faibles ont pu abaisser leurs taux d'intérêt et acheter des devises, en février cela s'est beaucoup moins produit.

La stabilité du dollar semble avoir été liée à l'amélioration de la balance commerciale des Etats-Unis et au sentiment que les autorités américaines considèrent le dollar assez faible. Cette stabilité a été obtenue sans interventions de soutien importantes puisque les achats nets de dollars ont été d'environ 2 milliards en février au lieu de 7,5 en janvier, et une moyenne mensuelle de l'ordre de 10 milliards en décembre, novembre et octobre 1987. Rien ne garantit cependant que la situation actuelle se poursuivra longtemps. En effet, la balance commerciale américaine est meilleure pour des raisons essentiellement saisonnières et elle pourrait se dégrader à nouveau; en outre, un resserrement est improbable pour la politique monétaire et quasiment exclu pour la politique budgétaire.

Au sein du SME, les variations des monnaies ont été très limitées. Le franc belge s'est quelque peu affermi, ce qui a permis d'abaisser les taux d'intérêt et d'acheter des devises. Le franc français a légèrement fléchi à l'égard du deutsche mark, mais il s'agit d'une variation très modeste compte tenu de l'internationalisation croissante de la monnaie

française et de l'augmentation des mouvements de capitaux qui en résultent. Une telle augmentation est observée d'ailleurs dans la plupart des pays du SME et il est satisfaisant de voir qu'on a pu y faire face avec des variations faibles des monnaies de la bande et des taux d'intérêt et avec des interventions modérées.

En dehors du mécanisme de change, la livre sterling a subi de fortes pressions. Pendant plusieurs mois, en 1987, son cours n'a été maintenu dans une bande étroite, juste en deçà du seuil de 3 DM, que grâce à des interventions considérables. Après un certain affaiblissement en décembre-janvier, une remontée s'est produite en février malgré un certain tassement des taux d'intérêt à long terme, la baisse des prix du pétrole et une balance commerciale médiocre. Toutefois, comme l'économie britannique est en forte croissance et que la situation des finances publiques est excellente, les placements en livres sterling sont attrayants et sans risques car le marché estime que toute baisse du cours de change sera compensée par une augmentation des taux d'intérêt. Début mars, le cours de 3 DM n'a pu être préservé qu'au moyen de fortes interventions effectuées essentiellement en monnaies communautaires, deutsche marks, francs français et Ecus.

La peseta espagnole a été ferme au début du mois de février et de fortes interventions ont été faites. A partir du 10 février, le resserrement du régime de swaps offert aux banques a entraîné un net fléchissement du cours de change et l'arrêt des interventions.

#### B. Exposé de M. Janson

L'analyse effectuée par les Suppléants a porté sur:

- le comportement du dollar dans les semaines récentes et les perspectives de l'évolution dans les mois à venir;
- les évolutions particulières de certaines monnaies européennes à l'intérieur du mécanisme de change du SME ou hors de celui-ci.

Les Suppléants ont placé leur analyse dans un cadre plus large, tenant compte non seulement des développements des marchés des changes mais aussi des développements macro-économiques (résumés dans le fascicule du Secrétariat) et des perspectives pour l'avenir proche.

Les Suppléants se sont félicités de la stabilité dont le dollar a fait preuve dans les dernières semaines. La stabilité s'est manifestée non seulement par des fluctuations très modestes du cours du dollar mais aussi par une forte réduction du volume des interventions en faveur du dollar (ce

qui amène à penser que le financement du compte courant des Etats-Unis s'est effectué par des flux spontanés au cours des dernières semaines). Il semble que la bonne tenue du dollar résulte à la fois de facteurs fondamentaux et de facteurs techniques. Toutefois, la situation reste fragile. Le processus d'ajustement des déséquilibres en matière de balance des paiements courants ne peut qu'être très lent (étant donné l'ampleur des déséquilibres) et, étant donné le degré marqué de saisonnalité de la balance commerciale des Etats-Unis, on ne peut pas exclure que les résultats en cette matière, en termes nominaux, soient moins favorables au cours des prochains mois. Cela pourrait avoir des répercussions sur la tenue du dollar et les autorités pourraient être confrontées avec le choix soit d'accommoder la pression à la baisse, soit de soutenir le dollar par des interventions et/ou par un ajustement des politiques monétaires. A l'inverse, une tendance à l'appréciation pourrait également créer des problèmes. Le Suppléant allemand a fait remarquer, à cet égard, que dans ce cas la tendance à la baisse du rendement des titres à long terme en Allemagne pourrait s'arrêter ou éventuellement se renverser. Il s'agirait d'une situation analogue à celle observée en été 1987.

A l'intérieur du SME, le franc belge a bénéficié d'un excédent courant assez important et d'afflux de capitaux en liaison avec les événements autour de la "Société Générale de Belgique" et la hausse des prix des actions à la Bourse de Bruxelles. Toutefois, ces afflux ont été compensés, dans une large mesure, par les sorties de capitaux de la part des résidents belges en quête d'obligations étrangères à rendement élevé. Le produit des interventions effectuées par la Banque Nationale de Belgique ne se traduit pas par une augmentation des réserves de change mais est utilisé par le Trésor aux fins du désendettement vis-à-vis de l'étranger.

La position forte du florin néerlandais s'explique par une combinaison de facteurs structurels et temporaires. Parmi ces derniers figurent les attentes d'une nouvelle baisse des taux directeurs aux Pays-Bas. Ces attentes sont nourries par la fréquence des réductions décidées durant les derniers mois; un nouvel abaissement des taux d'intérêt présenterait cependant le risque que le niveau des taux aux Pays-Bas devienne trop bas et qu'une correction en sens inverse s'avère ultérieurement nécessaire.

La pression à la hausse sur la livre sterling pose des problèmes sérieux pour les autorités britanniques. La tendance à la hausse des coûts internes, le rythme d'accroissement soutenu de la demande interne, le risque de surchauffe de l'économie et les perspectives d'un déficit significatif du compte courant militent en faveur du maintien du niveau

actuel élevé des taux d'intérêt, voire d'un relèvement de ceux-ci. Si la livre sterling continue à faire l'objet d'une tendance à l'appréciation par suite des afflux de capitaux, les autorités seront devant le choix soit de permettre l'appréciation de la livre au-delà du niveau de 3 DM ce qu'elles viennent de faire dans la journée de lundi, soit de poursuivre leurs interventions diversifiées en Ecus et certaines monnaies du SME, soit de combiner quelque peu ces deux types d'action. Le Suppléant britannique a fait remarquer à cet égard que la Bank of England veillera à ce que les interventions soient faites en étroite coopération avec les banques centrales des monnaies concernées et en prenant égard à la cohésion des monnaies du SME.

Les Suppléants ont également noté que le Banco de España n'est plus intervenu depuis près d'un mois. Cette évolution reflète, d'une part, la baisse des taux d'intérêt en Espagne, d'autre part, la nouvelle politique de change appliquée par la banque centrale espagnole (qui n'est plus présente dans le marché à titre permanent) et l'effet des limites imposées sur la position au comptant en devises des banques espagnoles.

Finalement, les Suppléants soulignent l'importance de ne pas se limiter à une analyse des développements sur les marchés des changes, mais également de prendre en considération les données de l'économie réelle et les répercussions qui peuvent en résulter pour le comportement des marchés des changes et des marchés financiers. Ils estiment que cette approche répondrait à l'objectif assigné à la procédure de surveillance renforcée de détecter les risques pouvant affecter la cohésion du SME.

### C. Discussion du Comité

M. Leigh-Pemberton indique que, après avoir maintenu le cours de la livre sterling en deçà de 3 DM pendant près d'une année, la pression à la hausse a été telle, pendant les premiers jours de mars, qu'il devenait impossible de continuer, et la limite a été franchie. Fondamentalement toutefois la politique de change reste la même, c'est-à-dire qu'elle vise à assurer la stabilité du taux de change autant qu'il est possible dans le cadre de la politique monétaire générale. Cette politique de change a été mise en oeuvre en 1987 tout en acceptant certains ajustements du cours de la livre de temps à autre. Le souci est d'éviter que celle-ci s'apprécie trop mais aussi qu'elle se déprécie trop pour empêcher "l'accommodation" de l'augmentation des coûts internes. La lundi 7 mars, la Bank of England a dû encore intervenir pour des montants assez élevés en deutsche marks,

francs français et Ecus et elle est reconnaissante à l'égard de ses partenaires pour la compréhension et la coopération dont ils ont fait preuve, particulièrement durant ces dernières semaines; elle comprend les problèmes que de telles interventions peuvent poser et précisément celles-ci ont été effectuées avec le souci d'éviter de secouer la grille de parités du SME. Les interventions en Ecus ont soulevé à nouveau des problèmes. La Trésorerie souhaitait recourir davantage à ce moyen d'intervention estimant qu'une telle action est plus communautaire et que, en outre, elle permet d'éviter certaines difficultés rencontrées avec des interventions en monnaies particulières. Mais la composition de l'Ecu est telle qu'en achetant des Ecus on achète inévitablement pour plus de 40% de monnaies fortes et pour le reste des monnaies plus faibles. Cela pose en tout cas la question de l'utilisation de l'Ecu comme moyen d'intervention utile dans le SME.

M. de Larosière remercie M. Leigh-Pemberton pour avoir tout fait pour que les interventions de la Bank of England s'effectuent de manière équilibrée et ne perturbent pas les positions relatives des monnaies au sein de la marge étroite et pour avoir fait preuve de coopération durant les derniers jours. Mais le problème n'est pas seulement là. Le fait pour la Grande-Bretagne d'intervenir à l'achat de monnaies telles que le deutsche mark, le franc français ou les monnaies composant l'Ecu, pose un problème fondamental dans les relations entre les pays européens et dans la manière d'opérer dans un système monétaire international fragile. Il y a un accord général pour stabiliser le dollar mais il faut bien voir que l'équilibre est extrêmement précaire: le déficit de la balance des paiements courants américaine est considérable et persistera pendant longtemps encore, le début d'ajustement économique aux Etats-Unis est modeste et risque de ne pas être convaincant chaque mois à l'occasion de la publication des chiffres du commerce extérieur. Dans une telle situation d'équilibre instable, le fait pour une banque centrale d'un grand pays d'acheter pour des montants importants des monnaies non américaines, en particulier des monnaies de la CEE, constitue un danger supplémentaire pour l'affaiblissement du dollar (celui-ci a d'ailleurs fléchi quelque peu le lundi 7 mars). On peut se demander s'il est raisonnable de risquer de perturber tout le système monétaire international en procédant à des achats de monnaies déjà fortes lorsqu'un pays atteint, ou croit atteindre, certaines limites. A cet égard, on ne peut que se féliciter que le Royaume-Uni ait abandonné la limite de 3 DM mais les mouvements qui se dessinent sur le marché des changes, à la suite de cette action, sont préoccupants.

M. Pöhl indique que le deutsche mark est précisément poussé à la hausse, aujourd'hui 8 mars, et il demande à M. Leigh-Pemberton pourquoi, s'il estime que la livre sterling est trop forte, il achète des monnaies européennes, même par le biais de l'Ecu, et il n'achète pas des dollars, ce qui aurait à peu près le même effet.

M. Leigh-Pemberton répond à M. Pöhl en indiquant que intervenir directement en deutsche marks a plus d'effet sur la relation livre sterling/deutsche mark que d'acheter des dollars. Il est vrai, comme l'a dit M. de Larosière, que l'équilibre monétaire mondial est fragile mais il ne faut pas oublier que la Bank of England a acheté des dollars pour près de 25 milliards en 1987. En janvier 1988, comme il a déjà été dit, les autorités britanniques ont estimé que, pour influencer la relation de change livre sterling/deutsche mark et en raison aussi de la masse énorme de dollars accumulée, une diversification des réserves était souhaitable. Pour comprendre une telle attitude, il convient de considérer que le Royaume-Uni avait déjà apporté une contribution importante à la stabilité du système monétaire international.

M. Pöhl observe que la Bank of England a acheté \$25 milliards en 1987 mais qu'elle en a revendu puisque les réserves officielles ont moins augmenté. On peut comprendre que personne ne veut investir dans une monnaie qui se déprécie. Toutefois, les accords du G7 ne peuvent fonctionner si un pays, comme le Royaume-Uni, s'attend à ce que d'autres pays achètent davantage de dollars pendant qu'il diversifie ses réserves, c'est-à-dire vend des dollars et achète en échange des deutsche marks.

M. Leigh-Pemberton reconnaît que 5 à 6 milliards de dollars ont été convertis en d'autres monnaies, ce qui laisse néanmoins un accroissement net des réserves en dollars d'environ 19 milliards, soit beaucoup plus que nombre d'autres pays. L'objectif maintenant est de ne pas laisser la livre monter trop haut et trop rapidement. Les interventions, le lundi 7 mars, étaient précisément destinées à contrôler le marché et à éviter des excès. Il est espéré que la livre atteindra assez rapidement un niveau où les interventions ne seront plus nécessaires et qui ne sera pas trop supérieur au cours antérieur de 3 DM.

M. Pöhl souligne que la Deutsche Bundesbank n'est pas prête à acheter des dollars aussi longtemps que d'autres banques centrales en vendent ou achètent des deutsche marks.

M. Hoffmeyer rappelle que, dans un premier rapport sur une politique commune à l'égard du dollar, les Gouverneurs étaient déjà convenus, en 1975, qu'en cas de faiblesse du dollar vis-à-vis du SME les banques

centrales ne devraient pas intervenir en monnaies fortes du système. Or, même les achats d'Ecus correspondent à des interventions en monnaies fortes pour environ 50% et non pas 40% car la livre sterling est une des monnaies fortes de l'Ecu, ce qui signifie d'ailleurs que la Bank of England achète sa propre monnaie.

M. de Larosière pense qu'une grande partie des achats de dollars de la Bank of England était moins de l'intervention pour soutenir la monnaie américaine qu'une action de reconstitution des réserves officielles britanniques qui avaient diminué précédemment. Si cette interprétation est juste, il faudrait en tenir compte. De toute façon, lorsqu'un pays, pour des raisons qui lui sont propres et qui tiennent aux éléments de sa politique économique générale (croissance, taux d'intérêt, politique monétaire, etc.), considère qu'il doit empêcher sa monnaie de trop s'apprécier à l'égard du dollar ou d'une autre monnaie, il paraît tout à fait clair, dans les circonstances présentes et dans le cadre des Accords du Louvre, que ses interventions ne doivent pas s'exercer sur les monnaies les plus fortes. Si tel n'est pas le cas, la logique même de toute l'action de stabilisation du dollar se trouve détruite. Les Gouverneurs devraient réfléchir sérieusement à cette question et prendre note aussi des remarques de M. Pöhl.

M. Janson exprime sa satisfaction à l'égard de la discussion des Gouverneurs dont le contenu devrait déboucher sur une politique de change claire pour les banques centrales et notamment pour leurs actions à travers la concertation. Ainsi, s'il y a un consensus qu'il faut éviter de nouvelles baisses du dollar, cela signifie que les banques centrales à monnaies fortes qui doivent acheter des devises, doivent acquérir des dollars, et celles à monnaies faibles ne doivent pas vendre du dollar. Le problème pour ces dernières est alors de savoir quelles monnaies elles peuvent utiliser pour soutenir leurs propres monnaies.

M. de Larosière indique que les banques centrales à monnaies faibles doivent vendre des monnaies fortes, par exemple le deutsche mark, dans la mesure où elles en détiennent car à l'impossible nul n'est tenu.

M. Doyle rappelle le problème des interventions en Ecus quand à la fois la livre sterling et le deutsche mark sont forts.

M. Janson considère qu'il est très important que l'accord des Gouverneurs sur ce principe en matière d'intervention - à savoir achats de dollars par les banques centrales à monnaies fortes et ventes de deutsche marks pour celles à monnaies faibles - devienne une directive claire pour

les cambistes des banques centrales aussi longtemps que le marché des changes ne se retourne pas complètement.

M. Duisenberg indique qu'il partage l'inquiétude exprimée par M. de Larosière. L'opération sur la livre sterling est une sorte de réalignement unilatéral; elle montre très nettement qu'on ne devrait pas faire face à une telle situation en utilisant uniquement les instruments interventions et réalignements. Il faut aussi utiliser les taux d'intérêt, comme les participants au mécanisme de change du SME sont convenus de le faire avec, en plus, si c'est nécessaire, le recours à des instruments budgétaires.

Le Président remercie M. Leigh-Pemberton d'avoir ouvert un débat très intéressant qui montre l'étendue de la coordination des politiques des banques centrales et des moyens qu'on peut utiliser pour atteindre la convergence recherchée. Dans les observations qui ont été faites se trouve le germe d'une amélioration des méthodes de coopération.

M. Dalgaard indique que le groupe "Surveillance" prendra en compte les considérations et remarques des Gouverneurs.

III. Adoption par le Comité du rapport destiné aux Ministres des Finances des pays de la CEE concernant l'évolution sur les marchés des changes des dix-neuf pays participant à la concertation au cours du mois de février et des premiers jours de mars 1988

Le Président constate que le Comité approuve le "rapport concertation", rapport qui sera transmis, comme d'habitude, aux Ministres des Finances des pays de la CEE.

IV. Poursuite de la discussion sur les propositions de la Commission concernant la libération complète des mouvements de capitaux, sur la base du Rapport No 63 préparé par un groupe d'experts présidé par M. Dalgaard

Le Président rappelle que le Rapport oral qu'il a présenté au Conseil ECOFIN le 9 février 1988 sur cette question avait été amendé pour tenir compte des remarques faites par certains Gouverneurs lors de la séance du 9 février 1988. Un texte a donc été établi après cette séance et a été distribué aux Gouverneurs.

M. Dalgaard présente brièvement le Rapport No 63 préparé par un groupe d'experts qu'il a présidé en soulignant que l'élaboration de ce rapport a été plus difficile que d'ordinaire, du fait que les mouvements de capitaux soulèvent des questions multiples et complexes, en particulier en matière de politique de change et de politique monétaire; en outre, malgré trois réunions tenues par les experts, le rapport ne présente pas un consensus sur tous les points traités.

A. Exposé de M. Janson

Les Suppléants ont estimé que les remarques finales du Rapport No 63 du "Groupe Dalgaard" constituent une base valable pour la rédaction de l'avis définitif du Comité des Gouverneurs.

1. Les Suppléants ont constaté que les conclusions du Rapport No 63 reprennent certains principes qui ont déjà été soulignés dans le Rapport oral du Président du Comité des Gouverneurs au Conseil ECOFIN en février:

- l'objectif de libération en soi recueille un soutien unanime,
- pour éviter que la libération ne mette en danger les acquis du SME en ce qui concerne la stabilité interne et externe, il est nécessaire de poursuivre des politiques favorisant la stabilité des prix et des coûts et éliminant les déséquilibres extérieurs excessifs,
- la participation de toutes les monnaies communautaires au mécanisme de change sur un pied d'égalité reste un objectif hautement souhaitable, même si elle peut, en combinaison avec la libération des mouvements de capitaux, compliquer la gestion du SME,
- quelque pays parmi les moins avancés en matière de libération rappellent l'importance qu'ils attachent à l'adoption de mesures adéquates pour améliorer la cohésion économique et sociale dans la Communauté.

2. Il est maintenant admis que la libération des mouvements de capitaux, en tant que telle, ne semble pas requérir, à l'heure actuelle, un aménagement des mécanismes de fonctionnement du SME, tels qu'ils ont été renforcés en 1985 et 1987. Cela ne doit pas préjuger du besoin d'un renforcement supplémentaire à un stade ultérieur, quand on aura acquis plus d'expérience en ce qui concerne les améliorations techniques introduites récemment.

3. Les Gouverneurs devraient délibérer sur les questions ci-après dans l'esprit de dégager, si possible, la position commune, qui pourrait être présentée aux Ministres.

a) Alors que le besoin d'une meilleure coordination des politiques monétaires dans l'optique d'une pleine libération des mouvements de capitaux est généralement reconnu, un désaccord subsiste sur la méthode appropriée pour le réaliser. Certains Suppléants insistent pour la mise au point d'un cadre de coordination ex ante de la politique monétaire au niveau communautaire pour l'ensemble du système et pour un traitement symétrique des déviations éventuelles. Dans cette approche, un rôle pourrait être joué, par exemple par des objectifs convenus en commun pour l'expansion du crédit interne et par une règle selon laquelle les effets de création monétaire résultant des interventions au sein du SME ne seraient pas compensés par des changements dans le crédit octroyé au secteur interne.

D'autres Suppléants plaident pour une approche pragmatique en faisant valoir que, d'une part, un cadre d'analyse trop formaliste ne convient pas au caractère imprévisible et complexe des problèmes de coordination et, d'autre part, les procédures existantes sont suffisantes pour permettre une amélioration de la coordination des politiques monétaires.

Les Suppléants estiment que, tout en constatant ces divergences de vues au stade actuel, le Comité des Gouverneurs pourrait proposer à l'ECOFIN la poursuite de ses travaux dans ce domaine. Concrètement, les Gouverneurs pourraient inviter le "Groupe Raymond" à éclaircir les propositions faites pour la mise en oeuvre d'un cadre de coordination ex ante des politiques monétaires.

b) Les Suppléants s'accordent avec la Commission pour recommander que la conduite de la politique monétaire, qui demeure une responsabilité nationale, puisse continuer à s'appuyer sur des instruments et sur des marchés conçus ou organisés pour en assurer l'efficacité.

Toutefois, les dispositions proposées à cet effet - en pratique, l'article 2 de la proposition de Directive et le considérant qui s'y rapporte - appellent de la part des Suppléants deux séries de commentaires.

La première concerne la marge de manoeuvre laissée aux autorités pour mettre en oeuvre, à des fins de politique monétaire, des dispositions susceptibles d'entrer en conflit avec la libération et la non-discrimination. Une dérogation limitée aux deux instruments mentionnés à l'article 2 ne répond pas adéquatement à la diversité des mesures susceptibles d'être adoptées pour des impératifs de politique monétaire. De l'avis des Suppléants, une formule plus générale devrait être adoptée pour abriter la conduite de la politique monétaire.

Dans un second ordre d'idées, les Suppléants partagent le souci de la Commission d'éviter que des motifs de politique monétaire puissent être invoqués pour introduire des restrictions déguisées aux mouvements de capitaux. Une surveillance doit donc s'exercer à cet égard, sous la responsabilité du Comité monétaire et du Comité des Gouverneurs, où la Commission est présente. En effet, cette surveillance ne peut être conçue de façon à aboutir indirectement à placer la conduite des politiques monétaires sous juridiction communautaire, comme l'impliqueraient l'obligation de notification inscrite à l'article 2, ainsi que la référence à un "cadre de procédures communautaires appropriées", dans les "considérant". Le représentant de la Commission a fait observer qu'il appartient de toute façon à la Commission de veiller au respect des obligations inscrites dans le Traité et du droit dérivé.

- c) Des vues divergentes sont exprimées sur la nécessité d'une clause de sauvegarde spécifique, telle qu'elle est proposée à l'article 3 de la Directive. Pour certains, les clauses de sauvegarde prévues par le Traité de Rome suffisent à couvrir toutes les hypothèses susceptibles d'être envisagées et une clause additionnelle serait plus néfaste qu'utile. D'autres estiment, au contraire, que celle-ci doit faire partie de l'arsenal des moyens de défense disponibles, et que ses inconvénients peuvent être limités par des dispositions appropriées: recours exceptionnel, durée limitée, surveillance communautaire.

4. Les Suppléants ont confirmé leurs doutes sur l'utilité d'une prorogation de la Directive de 1972 pour la régulation des flux financiers internationaux et la neutralisation de leurs effets indésirables. Le représentant de la Commission a fait observer que, indépendamment du sort à

réserver à la Directive du 1972, la véritable question est de trouver le lieu approprié pour exprimer les trois préoccupations suivantes: la justification économique et technique du principe de libération "erga omnes", la possibilité pour la Communauté de revenir sur ce principe en cas de besoin et le caractère indispensable de procédures communautaires pour les politiques monétaires et de change dans la perspective d'une union monétaire.

M. Janson conclut en indiquant que, sur la base du Rapport No 63 des experts, des discussions des Suppléants dont la substance vient d'être présentée et du débat que les Gouverneurs vont avoir, un projet de rapport pourrait être préparé par les Suppléants en vue d'une discussion et adoption par les Gouverneurs.

#### B. Discussion du Comité

M. Ciampi indique qu'il n'est pas surprenant que les travaux faits par les experts et les Suppléants n'aient pas abouti à des rapports unanimes, étant donné les différences de vues qui persistent; il rend hommage à la qualité de ces travaux et présente les remarques ci-après. Le souci, déjà exprimé en janvier, à savoir que la libération des mouvements de capitaux à court terme pourrait comporter des risques pour le SME n'est guère partagé au sein du Comité et il faut espérer que les faits démentiront cette crainte. Il convient de dissiper tout malentendu possible: comme elle l'a déjà démontré dans le passé, la Banca d'Italia est en faveur d'un nouveau renforcement du SME et d'une intégration croissante dans la Communauté; sa préoccupation est que les propositions ou actions qui sont actuellement examinées pourraient conduire à des incohérences et déséquilibres susceptibles de se révéler dangereux à l'avenir.

Il existait un choix en matière de calendrier entre progresser dans la voie de la libération des mouvements de capitaux ou dans l'élargissement du mécanisme de change. On a opté pour une avancée décidée dans la première voie, ce qui impliquera nécessairement un retard dans l'autre. La libération des mouvements de capitaux à court terme posera des problèmes à la fois pour la stabilité des taux de change et pour l'autonomie des politiques monétaires nationales.

En ce qui concerne le premier point, la Banca d'Italia tient à ce qu'on limite les risques d'instabilité des cours de change pour éviter des réalignements superflus. A cette fin, deux mesures apparaissent utiles. En premier lieu, un instrument de recyclage qui ne serait pas un mécanisme

de financement de type traditionnel mais qui serait conçu et géré en fonction des intérêts généraux du SME. En second lieu, une nouvelle clause de sauvegarde dont l'existence, au lieu de nuire à la crédibilité de l'objectif de libération, pourrait au contraire servir cet objectif en permettant de faire face à des situations difficiles.

La libération des mouvements de capitaux réduira le champ d'action et l'autonomie des politiques monétaires nationales. Comme il n'est pas raisonnable de penser qu'une seule banque centrale puisse établir la politique monétaire pour l'ensemble du système, les partenaires se contentant de suivre, il faut développer une coordination ex ante pour la définition d'abord et ensuite pour la mise en oeuvre d'une politique monétaire véritablement communautaire. A cet égard, on ne peut qu'appuyer la suggestion des Suppléants que le "Groupe Raymond" approfondisse cette question.

L'article 2 de la proposition de Directive concerne directement les compétences des banques centrales et les Gouverneurs devraient exprimer un avis à son sujet. On pourrait reconnaître le droit pour les autorités monétaires d'utiliser des instruments autres que ceux énumérés dans l'article 2, à condition qu'il y ait préalablement un examen qui assurerait la conformité des instruments avec l'esprit de l'obligation de libération.

Le but de la coordination des politiques monétaires ne peut être confiné à une convergence sur des taux d'inflation faibles, la croissance est absolument indispensable à une stabilité monétaire véritable et saine. En outre, l'élimination de déséquilibres persistants de la balance commerciale et de la balance des paiements courants ne peut pas relever uniquement des politiques autres que la politique monétaire. Enfin, il est difficile d'admettre, comme le dit le Rapport No 63 (page 16), que la coordination des politiques monétaires n'est viable que si elle bénéficie d'un soutien suffisant de la part des autres politiques. Bien sûr, une synergie des différentes politiques s'impose, mais si l'on avait raisonné de la sorte au départ, le SME et la convergence ne seraient pas devenus ce qu'ils sont grâce, en partie, à l'action des banques centrales.

M. Duisenberg signale tout d'abord que le mardi 12 avril la plupart des Gouverneurs devront quitter la BRI très tôt, à 11 heures, pour se rendre à Washington à la réunion du Comité intérimaire et qu'il conviendrait donc d'aménager les horaires des séances afin de disposer d'un temps suffisant pour les discussions du Comité.

Le Président indique qu'un arrangement sera établi pour tenir compte de ces circonstances particulières.

M. Duisenberg aborde le fond des questions soulevées par la libération des mouvements de capitaux et présente des observations sur trois points, à savoir la coordination des politiques monétaires, les instruments de la politiques monétaire et la clause de sauvegarde spécifique.

En ce qui concerne la coordination des politiques monétaires, le Gouverneurs ont abouti à un accord important à Bâle-Nyborg en septembre 1987, qui fixe en particulier le principe d'une combinaison d'une utilisation des différentiels de taux d'intérêt et d'une exploitation souple et complète de la marge de fluctuation, avec un minimum de réalignements. Bien sûr, au fil du temps, les banques centrales devront aller au-delà de cet accord mais de façon pragmatique. En revanche, il ne serait pas raisonnable de s'engager dès maintenant dans la préparation et l'adoption de nouvelles règles. Le pragmatisme souhaitable peut être illustré par l'exemple de la Deutsche Bundesbank qui a fait preuve d'une grande souplesse en acceptant en 1987, dans l'intérêt de la stabilité des taux de change, un dépassement de ses objectifs monétaires, dépassement qui se produisait pour la seconde année consécutive. Il est très peu probable que la Deutsche Bundesbank aurait accepté ex ante un tel dépassement même convenu collectivement au sein du Comité. Comme il a été suggéré par M. Ciampi, le groupe d'experts présidé par M. Raymond pourrait toutefois approfondir et clarifier cette question des méthodes ou procédures de coordination des politiques monétaires.

La liberté de choix des instruments de politique monétaire doit rester réservée aux autorités nationales compétentes et, par conséquent, les instruments susceptibles d'avoir un impact externe devraient être exclus de la Directive. Celle-ci prévoit dans son article 2 une dérogation en faveur de deux instruments de ce type, ce qui a l'inconvénient de faire apparaître cette disposition comme une dérogation permanente à l'obligation de libérer les mouvements de capitaux. L'article 2 de la Directive devrait se limiter à souligner la compétence des autorités monétaires nationales qui, d'ailleurs a déjà été reconnue dans le Traité. Dans ce même ordre d'idées, on ne peut pas accepter l'affirmation, contenue dans le Rapport No 63 (chapitre IV, 1(c)), que d'autres dérogations que celles visées à l'article 2 ne seraient possibles qu'en vertu de clauses de sauvegarde. Il est essentiel toutefois que, pour éviter que la libération des mouvements de capitaux ne soit mise en échec par des mesures monétaires introduites par des pays, le Comité monétaire et le Comité des Gouverneurs examinent,

cas par cas, les justifications de ces mesures. Dans ce contexte, la notification aux deux Comités de certaines mesures prises par des autorités nationales pourrait être utile. Il n'en reste pas moins que dans l'article 2 de la Directive l'obligation de notification à la Commission devrait être supprimée et la liste d'instruments de politique monétaire ne devrait pas être limitative. En outre, le préambule devrait être amendé en conséquence; plus précisément au deuxième considérant, l'expression "considérant que les Etats membres devraient pouvoir prendre, dans le cadre de procédures communautaires appropriées" pourrait être remplacée par "dans le cadre des contraintes imposées par leurs obligations communautaires".

La clause de sauvegarde spécifique prévue à l'article 3 de la Directive n'apparaît pas nécessaire, étant donné l'existence de clauses de sauvegarde générales dans le Traité. Si l'on abolit les contrôles des changes, la simple possibilité de les réintroduire constitue un signal donné au marché que, en cas de tensions, des restrictions seraient imposées. On ferait fuir de la sorte les capitaux des pays concernés. Une clause de sauvegarde spécifique aurait ainsi un effet contreproductif et négatif, en particulier si elle devait être un élément permanent dans le dispositif de la Directive.

M. Pöhl se déclare en très large accord avec toutes les remarques de M. Duisenberg et en particulier avec celles concernant les objectifs monétaires. La proposition de la Commission de libération complète des mouvements de capitaux est une des grandes avancées de la Communauté de ces dernières années et un pas très important dans la direction d'une union monétaire et d'une coopération monétaire plus étroite. En même temps, la libération ne représente que la réalisation d'engagements du Traité. Les remarques de M. Duisenberg sur la clause de sauvegarde spécifique doivent être prises très au sérieux. En effet, si l'on veut manifester l'intention de progresser résolument vers le grand marché des capitaux intégré, il ne faut pas donner le soupçon d'une réserve mentale ou d'une échappatoire permettant de faire marche arrière. L'élimination des contrôles existants doit se faire sans hésitation et en convaincant les marchés que c'est irréversible. Un marché des capitaux intégré est aussi important pour l'avenir de l'Europe que le marché des biens et services car, en fait, les capitaux ne se déplacent que vers les lieux où leur mise en oeuvre est la plus productive.

L'amélioration de la coordination des politiques monétaires est nécessaire ne serait-ce que parce qu'il y aura, à terme, la liberté totale des mouvements de capitaux. Les objectifs de politique monétaire ne de-

vraient pas être unifiés mais coordonnés plus étroitement, le but étant d'avoir des conditions de fonctionnement des marchés aussi stables que possible. Les pays qui ont obtenu le plus de stabilité ne peuvent évidemment pas faire marche arrière et s'orienter vers une moyenne. Il faut au contraire continuer dans la voie de la stabilité maximale. D'autre part, la politique monétaire ne doit pas être entièrement subordonnée à la compensation des mouvements de capitaux ou de taux de change. La politique monétaire a également d'autres visées; par ailleurs, elle ne peut être pleinement efficace que si d'autres éléments du "policy mix" sont adéquats. La coordination des politiques monétaires n'a pas besoin de nouveaux mécanismes ou procédures. Les structures nécessaires existent: le Comité des Gouverneurs avec les Suppléants et les groupes d'experts fonctionne de manière efficace, et les consultations bilatérales jouent aussi un rôle. S'engager dans plus d'institutionnalisation n'apporterait pas de réels progrès; il vaut mieux exploiter et développer ce qui existe.

Si l'on veut réaliser l'objectif du SME, à savoir des cours de change fixes mais ajustables qui ne devraient être ajustés que rarement, les taux d'intérêt devront être variés davantage que jusqu'à présent tant que des divergences fondamentales persisteront entre les pays.

L'obligation de notification à la Commission prévue à l'article 2 de la proposition de Directive pose en Allemagne certains problèmes d'ordre juridique. On estime en effet que les décisions monétaires doivent rester la prérogative des institutions nationales, la Deutsche Bundesbank notamment. Cela a été confirmé expressément lors de la révision du Traité et la Commission n'a donc pas de compétence monétaire particulière. Un compromis pourrait être trouvé en disant que la notification pourrait être faite au Comité des Gouverneurs où la Commission est représentée.

M. de Larosière estime, comme M. Pöhl, que la libération des mouvements de capitaux au sein de la Communauté est un objectif essentiel, certainement une pièce fondamentale des progrès vers le marché unique. La France considère que ce mouvement est irréversible; elle a considérablement réduit ses réglementations et elle est tout à fait décidée à compléter le processus. Il ne faut pas donner l'impression que la libération est un objectif secondaire ou précaire. Ainsi, s'agissant de la clause de sauvegarde spécifique, on peut être assez ouvert sur les modalités mais il faut éviter que la formulation d'une clause n'entache en quoi que ce soit la crédibilité de l'objectif. Certes, en cas de crise ouverte de balance des paiements ou de très fortes perturbations sur les marchés des capitaux, il faudra laisser un Etat prendre des mesures correctrices tant que l'intégra-

tion monétaire ne sera pas plus avancée, mais on ne doit pas donner l'impression, avec une clause de sauvegarde, qu'on crée une sorte d'échappatoire permanente et institutionnelle. Des modalités pourraient être trouvées pour répondre à ce souci et il est possible que les dispositions du Traité de Rome concernant la balance des paiements et les marchés des capitaux soient suffisantes.

En contrepartie d'une attitude positive à l'égard d'une libération totale des mouvements de capitaux, il est essentiel d'aller plus loin dans la coordination des politiques économiques et monétaires, comme M. Ciampi l'a souhaité. Une discussion ex ante doit avoir lieu sur les objectifs de politique économique et pas seulement de politique monétaire, celle-ci n'étant qu'un élément de l'ensemble des instruments de la politique économique. Au-delà de la convergence qui est en train de se faire en matière de lutte contre l'inflation, on doit définir des objectifs généraux de convergence vers lesquels la Communauté doit tendre, une sorte d'optimum qui prendrait en compte les caractéristiques structurelles des différents pays. L'équilibre ainsi recherché se fonderait sur des objectifs de prix, de croissance, d'emploi, de commerce et d'équilibre extérieurs, reliant de la sorte les variables monétaires et l'économie réelle. Un tel exercice permettrait d'évaluer le degré de compatibilité des politiques monétaires entre elles, ses modalités peuvent être diverses. Il n'est pas question d'établir des procédures institutionnelles qui risqueraient de décourager ou de préoccuper certains partenaires mais il est indispensable de progresser vers une convergence dans tous les domaines des objectifs de politiques économique si l'on veut arriver à un exercice de coordination ex ante des politiques monétaires. L'absence, jusqu'à présent, de telles discussions ex ante est un témoignage du caractère assez sommaire de la coordination monétaire à laquelle les Gouverneurs sont parvenus et il faut aller beaucoup plus loin dans ce domaine.

M. Delors remercie les Gouverneurs, les Suppléants et le groupe d'experts présidé par M. Dalgaard pour le travail qu'ils ont accompli. La Commission a bien entendu proposé des textes mais elle a surtout posé des questions de politique économique et monétaire, d'opportunité et des questions juridiques; elle amendera ses textes en fonction des remarques qui ont été faites. La Commission a fait un choix stratégique en déposant, dès 1987, un texte pour la libération complète des mouvements de capitaux; elle a considéré qu'on ne pouvait pas faire d'une union économique et monétaire complète le préalable à la libération des mouvements de capitaux. Au contraire, celle-ci donnerait une impulsion pour la réalisation du marché

commun des services financiers et pour les progrès dans la coopération monétaire. Si l'adoption de la Directive de libération intervient rapidement, elle aura un grand retentissement psychologique et sera très importante pour la réalisation du grand marché. On peut imaginer une date d'application dans six ou douze mois, délai beaucoup plus court que par exemple ce qu'on peut prévoir pour le rapprochement des taux d'impôts indirects.

La Commission a également posé des questions d'opportunité et de droit, notamment dans l'article 2 de la proposition de Directive (instruments de la politique monétaire) et dans l'article 3 (clause de sauvegarde). Les Gouverneurs ont raison de dire que la rédaction de l'article 2 est trop restrictive et, par conséquent, elle sera revue. L'article 155 du Traité de Rome fait une obligation à la Commission de se voir notifier tout ce qui peut être des dérogations, fussent-elles provisoires, à la liberté des mouvements de capitaux mais la Commission n'entend pas exercer un pouvoir ou une expertise propre. Une fois la notification faite, elle consulterait le Comité des Gouverneurs et le Comité monétaire.

L'article 3 contient aussi un problème d'opportunité et un problème de droit. La clause vise le cas où un pays voit une spéculation s'abattre sur son marché sans incidence durable sur la balance des paiements. Certains disent qu'une telle clause porte atteinte à la crédibilité de la libération des mouvements de capitaux, mais sans elle il est à craindre que le Conseil n'aboutisse à aucun accord. En effet, les dispositions du Traité concernent le déséquilibre de balance des paiements et ne visent pas ce cas particulier.

Il reste encore deux problèmes difficiles qui méritent d'être signalés. Le premier a trait à la fiscalité et se décompose en deux éléments. D'une part, le régime fiscal des dividendes des actions où l'on peut proposer un rapprochement des régimes fiscaux appliqués aux entreprises, qui devrait être assez facilement acceptable compte tenu des législations nationales en matière d'assiette de l'impôt sur les sociétés, de l'avoir fiscal, de la retenue à la source. En revanche, la question est très difficile pour les intérêts de dépôts bancaires et d'obligation puisque les régimes nationaux sont très variables, allant de l'absence de déclaration à la déclaration, et de la non-imposition à l'imposition avec ou sans retenue à la source. Le second problème concerne la compétition loyale à l'intérieur d'un espace financier commun dans lequel certaines monnaies ne peuvent varier que dans des marges étroites de 2,25%, alors que d'autres peuvent flotter. Pour les pays qui appliqueront totalement la

libération des mouvements de capitaux, il existe un triangle magique constitué de la liberté de ces mouvements, de la coopération des politiques monétaires et de la discipline de change commune.

Le Président tire trois conclusions de procédure à la fin du débat du Comité:

- l'horaire de la prochaine séance du Comité, le 12 avril, pourrait être modifié pour tenir compte du départ des Gouverneurs à 11 heures et pour disposer d'un peu plus de temps pour les discussions;
- un document sera établi par la Présidence et le Secrétariat qui tâcheront de combiner et de réconcilier les éléments de l'excellent Rapport No 63 et les remarques faites par les Suppléants et les Gouverneurs; ce document servirait de base aux discussions du 12 avril et au rapport qui devra être transmis aux Ministres des Finances en vue de la session du Conseil ECOFIN du 18 avril 1988;
- la question importante des méthodes d'une meilleure coordination des politiques monétaires suscite toujours un désaccord; comme les Suppléants l'ont suggéré, les Gouverneurs dans leur rapport aux Ministres pourraient indiquer qu'ils poursuivent leurs travaux dans ce domaine et le "Groupe Raymond" pourrait être chargé d'éclaircir quelques unes des propositions qui ont été faites.

V. Echange de vues sur les conditions dans lesquelles le Comité pourrait examiner le mémorandum du Ministre Balladur suite au mandat donné par le Conseil ECOFIN

Le Président rappelle que, au cours de leur déjeuner du Conseil ECOFIN du 9 février 1988, les Ministres des Finances ont invité les Gouverneurs à examiner les propositions et idées formulées par M. Balladur dans un mémorandum diffusé en janvier; les termes dans lesquels ce mandat a été donné ont été communiqués par le Président du Comité dans un message en date du 12 février 1988.

A. Exposé de M. Janson

Les Suppléants ont évoqué brièvement la question de l'organisation des travaux pour donner suite au mandat du Conseil ECOFIN d'examiner le mémorandum Balladur. Ils ont tout d'abord noté que le mémorandum du

Ministre français comporte deux parties principales: la première traite dans une large mesure de sujets que les Gouverneurs ont déjà étudiés ou sont en train d'étudier, par exemple la libération des mouvements de capitaux et le renforcement de la coordination des politiques monétaires; la seconde partie concerne plutôt des aspects à plus long terme, notamment la création d'une zone à monnaie unique et d'une banque centrale européenne.

Les Suppléants suggèrent d'avoir un débat approfondi, lors de leur réunion d'avril, qui serait préparé par un document de travail de la Présidence. Il a été convenu que les travaux ne devraient pas se limiter à l'examen du mémorandum français mais devraient aussi prendre en considération les mémorandums présentés par d'autres personnalités, comme le Ministre Amato, ainsi que toute contribution en provenance d'autres pays ou banques centrales.

En ce qui concerne le calendrier, les Suppléants sont partis de l'idée qu'un rapport préliminaire devrait être présenté à la session du Conseil ECOFIN de juin (probablement le 6 juin) et qu'à cette fin les Gouverneurs devraient avoir un débat de fond en mai.

#### B. Discussion du Comité

M. de Larosière marque son accord sur les suggestions faites par M. Janson au nom des Suppléants. Le mémorandum de M. Balladur comporte effectivement deux séries d'éléments assez différentes. La première concerne des réflexions sur le fonctionnement du SME, sur le caractère souhaitable de l'élargir à d'autres participants et sur certaines améliorations dans le fonctionnement des mécanismes. A la fin du mémorandum des questions sont posées sur l'avenir d'une institution centrale monétaire européenne; il s'agit de questions et pas de prises de position. Les travaux devraient porter sur ces deux séries d'éléments et il ne faudrait pas que la réflexion sur l'avenir d'une banque centrale européenne occulte l'intérêt d'examiner la première série. Plus on converge dans la voie de la stabilité monétaire, plus on doit se poser des questions sur la finalité des objectifs de politique économique et leur cohérence et sur l'optimum de croissance dans la stabilité. C'est dans cet esprit que les remarques du mémorandum de M. Balladur sur la symétrie des interventions et des actions d'ajustement doivent être comprises. Les projections plus lointaines et plus institutionnelles ne doivent pas faire oublier l'importance des progrès vers une plus grande intégration monétaire européenne à partir du

système existant. En revanche, comme l'a dit M. Janson, il est important de se préoccuper dès à présent des idées qui foisonnent sur la création d'une banque centrale européenne, par exemple dans le mémorandum de M. Genscher. A cette fin, il serait utile d'avoir une cellule de réflexion au sein du Comité, même si l'application est à la fois éventuelle et future.

M. Pöhl rappelle que nombre des sujets évoqués dans les documents de M. Balladur et de M. Amato ont été longuement discutés jusqu'en septembre 1987 et ont abouti à l'Accord de Bâle/Nyborg. Tout le monde sait que cet accord est un compromis dans lequel la Deutsche Bundesbank est allée aussi loin qu'elle le pouvait; elle a même été âprement critiquée par des milieux très sérieux en Allemagne qui considèrent que cet accord est de nature à affaiblir la discipline du SME, notamment en augmentant des facilités de crédit déjà généreuses. Ces nouvelles facilités ont été utilisées et ont contribué à stabiliser le système.

Plusieurs des propositions de M. Balladur et de M. Amato, en particulier sur la symétrie et l'asymétrie, ont déjà été traitées depuis le début du SME et elles ont toujours suscité des différences de vues. En renouvelant sans cesse ces propositions, on ne contribue pas à la stabilité du système. Il en est de même des déclarations comme celle du Ministre Amato qui, selon un journal italien, avait indiqué que le deutsche mark est sous-évalué structurellement, ce qui conduit à penser que les autres monnaies sont surévaluées et qu'un réalignement se prépare ou est même peut-être inévitable. Il convient donc d'éviter ce genre de propos en public et d'éviter aussi de dire périodiquement que le SME doit être amélioré, le résultat étant que le système n'apparaît pas très solide et performant.

M. Pöhl se déclare toutefois prêt à discuter des idées avancées dans les mémorandums transmis: en particulier, la question de savoir comment on peut améliorer la convergence et la coordination des politiques tant économiques que monétaires, étant donné que ces dernières ne peuvent pas être isolées. Comme l'a suggéré M. de Larosière, il faudrait que les pays participant pleinement au mécanisme de change se fixent des objectifs communs ex ante. Dans l'immédiat et puisque les Ministres ont adressé une demande aux Gouverneurs, les Suppléants pourraient approfondir ces questions en prenant en considération les mémorandums de M. Balladur et de M. Amato mais pas la note de M. Genscher qui est un avis personnel et pas un document du gouvernement allemand.

M. Duisenberg estime également qu'on ne peut pas éviter de discuter ces questions très à l'ordre du jour dans d'autres enceintes et, comme l'a dit M. Janson, on ne doit pas se laisser prendre au dépourvu. Il est difficile toutefois de distinguer ce qu'on doit discuter et ce qu'on peut laisser de côté. Tout d'abord, en plus du mémorandum de M. Balladur, faut-il prendre en considération le document de M. Amato, celui de M. Genscher qui, même s'il s'agit de réflexions personnelles, émane du Ministre des Affaires étrangères allemand? En ce qui concerne M. Balladur, faut-il aussi tenir compte de son interview au Wallstreet Journal? Mais il faut alors noter que cet article met l'accent sur la promotion de la stabilité interne et externe des monnaies alors que, dans le document sur la construction monétaire européenne, M. Balladur insiste sur le partage du fardeau à l'intérieur du SME, ce qui n'est pas toujours parfaitement conciliable avec l'engagement en faveur de la stabilité interne et externe.

Le Président souligne que les Gouverneurs doivent s'occuper de ces questions car, d'une part, ils ont un mandat du Conseil ECOFIN et, d'autre part, ils ne peuvent pas être silencieux sur des sujets qui les concernent et qui suscitent depuis quelque temps des idées diverses, même si, entre eux, ils ont des vues différentes sur le caractère pratique de certaines de ces idées et sur le calendrier des réalisations possibles. Il semble donc utile de commencer les discussions au sein du Comité des Suppléants, plutôt que de créer un nouveau groupe d'experts. En vue de ces discussions, la Présidence établira un document faisant apparaître les diverses questions qui doivent être posées.

En réponse à une question de M. Janson sur les compléments qui pourraient être apportés du côté français au mémorandum de M. Balladur, M. de Larosière fait part d'une idée personnelle. L'objectif de la stabilité monétaire est un objectif central pour tout institut d'émission et il reçoit la priorité No 1 à la Banque de France, comme chez ses partenaires. Il n'est pas interdit toutefois de réfléchir aux conséquences, sur la cohésion du SME, de l'existence de déséquilibres de balances des paiements dans certains pays, qui peuvent refléter un choix de "policy mix" prêtant à discussion. S'il est utile, lorsqu'il y a des divergences d'inflation, d'être contraint par le mécanisme de change à plus de rigueur, il est utile de se demander si, en toute circonstance et quel que soit le "policy mix" du pays dont la monnaie est la plus forte, l'ensemble communautaire doit être guidé par ce "policy mix" là. Il faut donc arriver à une discussion des objectifs de politique économique, sinon des tensions se produiront au sein du SME. C'est dans cet esprit que le débat sur une plus grande symé-

trie devrait être placé et certaines idées pourraient être précisées ultérieurement du côté français.

M. Pöhl marque son accord avec l'analyse de M. de Larosière et reconnaît que, parmi les problèmes que l'Europe affronte actuellement, il y a les déséquilibres dans les performances économiques et dans les balances des paiements. La situation n'est cependant pas aussi extrême que celle décrite par M. Dini quand il dit qu'il ne faut pas qu'une seule banque centrale fixe le rythme de croissance monétaire pour toutes les autres qui n'ont simplement qu'à suivre. De toute manière, si c'était vrai, cela ne vaudrait que pour celles qui participent au mécanisme de change et encore avec plus de marge de manoeuvre pour l'Italie, grâce à la bande de fluctuation élargie.

Si ces sujets peuvent être étudiés, au départ, par les Suppléants, il serait utile de préciser un peu plus le mandat. En effet, les mémorandums de M. Balladur et de M. Amato touchent à de nombreux problèmes, dont certains, comme la politique à l'égard du dollar et la banque centrale européenne, sont éminemment politiques. Les Gouverneurs devraient se concentrer sur la politique monétaire tout en étant conscients que celle-ci ne peut pas rattraper des erreurs commises par d'autres politiques et ne peut pas redresser, par exemple, les déséquilibres des balances des paiements courants.

La question des interventions symétriques est évoquée depuis dix ans; la Deutsche Bundesbank a de solides arguments pour s'y opposer et n'est pas prête à changer d'avis. Est-il dès lors utile de la relancer, sachant qu'un rapprochement n'est pas possible étant donné que de telles interventions signifieraient pour la Bundesbank la fin d'une politique monétaire autonome et conduiraient rapidement à un éclatement du SME?

D'autres questions, telles que l'élargissement du système ou la coordination des objectifs de politique budgétaire, soit ne sont pas vraiment de la compétence des Gouverneurs, soit ont déjà fait l'objet de remarques dans le rapport du Comité présenté à Nyborg. Il apparaît donc important que, sur la base d'un document dont a parlé la Présidence, le mandat soit clarifié et une liste des questions auxquelles on devrait répondre soit établie.

Le Président indique que le document de la Présidence devrait précisément permettre de clarifier les questions à étudier et celles à abandonner parce qu'elles sont en dehors de la compétence des Gouverneurs ou ne sont pas retenues par ceux-ci.

VI. Echange de vues sur les relations entre la CEE et les quatre pays d'Asie nouvellement industrialisés, sur la base d'un bref exposé de M. Bockelmann

Le Président indique que, en raison de l'heure très avancée, il semble nécessaire de remettre à une prochaine séance l'exposé prévu par M. Bockelmann; il remercie ce dernier pour les tableaux et graphiques qu'il a préparés à l'attention des Gouverneurs et pour la diffusion du texte de son exposé qu'il propose de faire très prochainement.

VII. Autres questions relevant de la compétence du Comité:

Renouvellement du mandat de M. Dalgaard, Président du groupe d'experts sur les politiques de changes

Le Président rappelle que le mandat de trois ans de M. Dalgaard expire le 31 mars 1988; il propose de confier à ce dernier un nouveau mandat de trois ans, c'est-à-dire jusqu'au 31 mars 1991. M. Dalgaard termine son deuxième mandat de trois ans et préside le groupe d'experts depuis mars 1982 avec une grande compétence et une grande efficacité.

Le Président constate que le Comité approuve sa proposition et exprime à M. Dalgaard les félicitations et les remerciements du Comité.

VIII. Date et lieu de la prochaine séance

La prochaine séance aura lieu à Bâle, le mardi 12 avril 1988, mais, compte tenu du départ de la plupart des Gouverneurs pour Washington dans la matinée, l'horaire sera très probablement avancé.

---

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

---

FEVRIER 1988

---

Le présent rapport retrace l'évolution, durant le mois de février et les premiers jours de mars 1988, du marché des changes et des interventions effectuées par les banques centrales participant à la concertation<sup>1</sup>.

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

En février 1988, les marchés des changes ont été principalement caractérisés par une situation calme dans l'ensemble. Les rapports entre les principales monnaies ont fait preuve d'une grande stabilité et le SME n'a pas connu de tensions.

En février, le dollar EU s'est montré relativement stable et a clôturé pratiquement inchangé dans l'ensemble par rapport à la plupart des principales monnaies étrangères. Le début d'amélioration apparu dans les résultats du commerce extérieur américain a été confirmé par l'annonce, le 12 février, d'une nouvelle contraction du déficit commercial en décembre. Les opérateurs ont été également rassurés par les propos tenus par le Président Greenspan lors de sa déposition devant le Congrès, mettant l'accent

---

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

sur la nécessité de se prémunir contre une réapparition des pressions inflationnistes.

La stabilité s'est maintenue au sein du SME; la vigueur de certaines monnaies vis-à-vis du deutsche mark s'est atténuée et les opérations de reconstitution des réserves par achats de deutsche marks se sont progressivement réduites.

Le deutsche mark a peu varié par rapport à la plupart des autres monnaies. En fin de mois, son indice pondéré (vis-à-vis de quatorze pays industriels, 1972 = 100) s'établissait à 173,5%, contre 173,8% à fin janvier.

Bien orienté en début de période en raison notamment d'achats de la part de non-résidents, le franc français s'est ensuite légèrement replié. Toutefois, l'annonce d'une diminution du déficit de la balance des paiements courants au mois de novembre et la confirmation d'une hausse des prix limitée à 0,2% en janvier sont venues stabiliser ses cours vis-à-vis des monnaies européennes.

Le florin néerlandais a conforté sa position au sommet de la bande du SME. La Nederlandsche Bank a acheté de faibles montants de deutsche marks.

Au cours de la période sous revue, le franc belge a amélioré sa position au sein du SME. La Banque a abaissé à deux reprises ses taux directeurs. Le taux des certificats de Trésorerie de 1 à 3 mois a été réduit de 0,20%. La Banque a procédé, en outre, à des achats substantiels de devises.

La couronne danoise s'est légèrement raffermie dans la partie supérieure de la bande étroite du SME, grâce à la persistance d'écart de taux d'intérêt substantiels. La Danmarks Nationalbank a effectué quelques interventions à l'achat.

La livre irlandaise a fait preuve, en février, d'une grande stabilité dans la moitié inférieure de la bande du SME. Au cours de la période sous revue, des sorties modérées de devises ont été enregistrées, qui se sont traduites par de faibles ventes nettes de monnaies étrangères par la Central Bank of Ireland.

La lire italienne est demeurée stable durant le mois et la Banca d'Italia a effectué quelques interventions de régulation limitées, à l'achat et à la vente.

La livre sterling a été recherchée et s'est raffermie en février. L'émergence périodique de préoccupations relatives à une surchauffe éventuelle de l'économie britannique et la réapparition de craintes concernant

les perspectives de la balance des paiements ont été, dans une grande mesure, compensées par la solidité évidente de la position budgétaire du gouvernement. La livre a été également confortée par des anticipations d'un nouveau relèvement des taux d'intérêt au Royaume-Uni et a terminé le mois sur une note de fermeté. Son indice pondéré en fonction des échanges commerciaux a progressé de 0,4%, pour s'établir à 74,6 (1975 = 100).

La drachme grecque a fluctué à l'intérieur d'une marge relativement étroite. Elle s'est repliée de 1,2% et 0,6% respectivement à l'égard du dollar EU et de l'Ecu, en cours de période. En termes effectifs, elle a perdu 0,5%.

La peseta espagnole a clôturé la période avec un gain de 0,6% en termes nominaux effectifs par rapport aux monnaies de la CEE. Pour l'essentiel, cette appréciation, de même que les achats nets de monnaies étrangères de la part des autorités, se sont produits au cours des premiers jours du mois, et sont dus à des entrées substantielles de capitaux. Vis-à-vis du dollar EU, la peseta est demeurée inchangée. Le Banco de España a de nouveau abaissé, de 1 point de pourcentage, son taux directeur d'intervention pour l'argent au jour le jour.

L'escudo portugais s'est déprécié de 0,4% en termes effectifs. A l'égard du dollar EU et de l'Ecu, il a perdu respectivement 0,8% et 0,2%. Les taux d'intérêt officiels ont été réduits de 0,5% à compter du 6 février.

Le franc suisse s'est encore replié vis-à-vis du dollar EU. Par rapport à la plupart des autres monnaies, sa tendance à la baisse a été même plus prononcée. Cette évolution est probablement due au faible niveau des taux d'intérêt. En termes pondérés des échanges commerciaux, il s'est déprécié de 1,5%.

Le schilling autrichien s'est légèrement affaibli (-0,4%) à l'égard du dollar EU, avec une variation de 1,5% d'un mois à l'autre. Vis-à-vis du deutsche mark, il a évolué à l'intérieur d'une fourchette de 0,2%. Sous l'effet des capitaux importés par la République d'Autriche, le schilling s'est raffermi en milieu de mois par rapport au deutsche mark, à Sch. 701,90 pour DM 100, et s'est inscrit à Sch. 702,30 pour DM 100 en fin de mois.

La couronne suédoise a continué de se raffermir à l'égard des monnaies composant son indice, en raison de l'écart positif de taux d'intérêt avec les devises étrangères, grâce auquel il est avantageux pour les investisseurs de contracter des prêts en monnaies étrangères et de les

placer sur le marché monétaire suédois. L'indice s'est raffermi de 132,00 à 130,75, et la banque centrale a absorbé une partie des capitaux importés.

Un nouveau renforcement de la couronne norvégienne - en dépit de la baisse des prix du pétrole - a été stimulé par la décision de la Confédération syndicale de modérer ses revendications dans le cadre des négociations salariales de printemps, et par le projet de loi gouvernemental visant à limiter les revenus en 1988 pour tous les groupes sociaux, conformément à la convention conclue entre les centrales syndicales et les employeurs.

Le mark finlandais est demeuré assez stable en termes effectifs. Les taux d'intérêt à court terme se sont légèrement tendus en fin de mois.

Le dollar canadien s'est apprécié durant le mois, pour clôturer à \$EU 0,7946, son meilleur niveau depuis le début de 1984. La progression de ce mois marque la continuation d'une tendance manifeste depuis début novembre. Le dollar canadien a continué d'être soutenu par des entrées de capitaux attirées par la fermeté des taux d'intérêt à court terme par rapport à leurs homologues des Etats-Unis, par une demande commerciale de dollars canadiens et par la bonne performance de l'économie canadienne.

Le yen japonais s'est légèrement dévalorisé (de 0,2%) par rapport au dollar EU. La faiblesse du yen, par rapport à son appréciation à long terme, a été due en partie à un sentiment plus optimiste du marché, par suite de la contraction de l'excédent commercial japonais envers les Etats-Unis et en partie à une intensification des sorties de capitaux. Concernant les principales monnaies européennes, le yen s'est renforcé de 0,4% vis-à-vis de l'Ecu.

## II. INTERVENTIONS

### a) Interventions en dollars EU

En février, les achats nets de dollars EU des banques centrales se sont chiffrés à \$EU 1,9 milliard, beaucoup moins qu'en janvier (\$EU 7,6 milliards) et en décembre (\$EU 13,3 milliards). Les achats bruts se sont élevés à \$EU 2,4 milliards et les ventes brutes à \$EU 0,5 milliards. Les principaux acquéreurs ont été la Banque du Canada, le Banco de España et la Sveriges Riksbank.

b) Interventions en monnaies communautaires

Les interventions en monnaies du SME par les banques centrales de la Communauté ont atteint la contre-valeur de \$EU 2,2 milliards, contre \$EU 6,6 milliards en janvier. Ces interventions ont consisté essentiellement en achats de deutsche marks à l'intérieur des marges. Les principaux acheteurs ont été le Banco de España, la Banque Nationale de Belgique, la Banque de France et, dans une moindre mesure, la Danmarks Nationalbank.

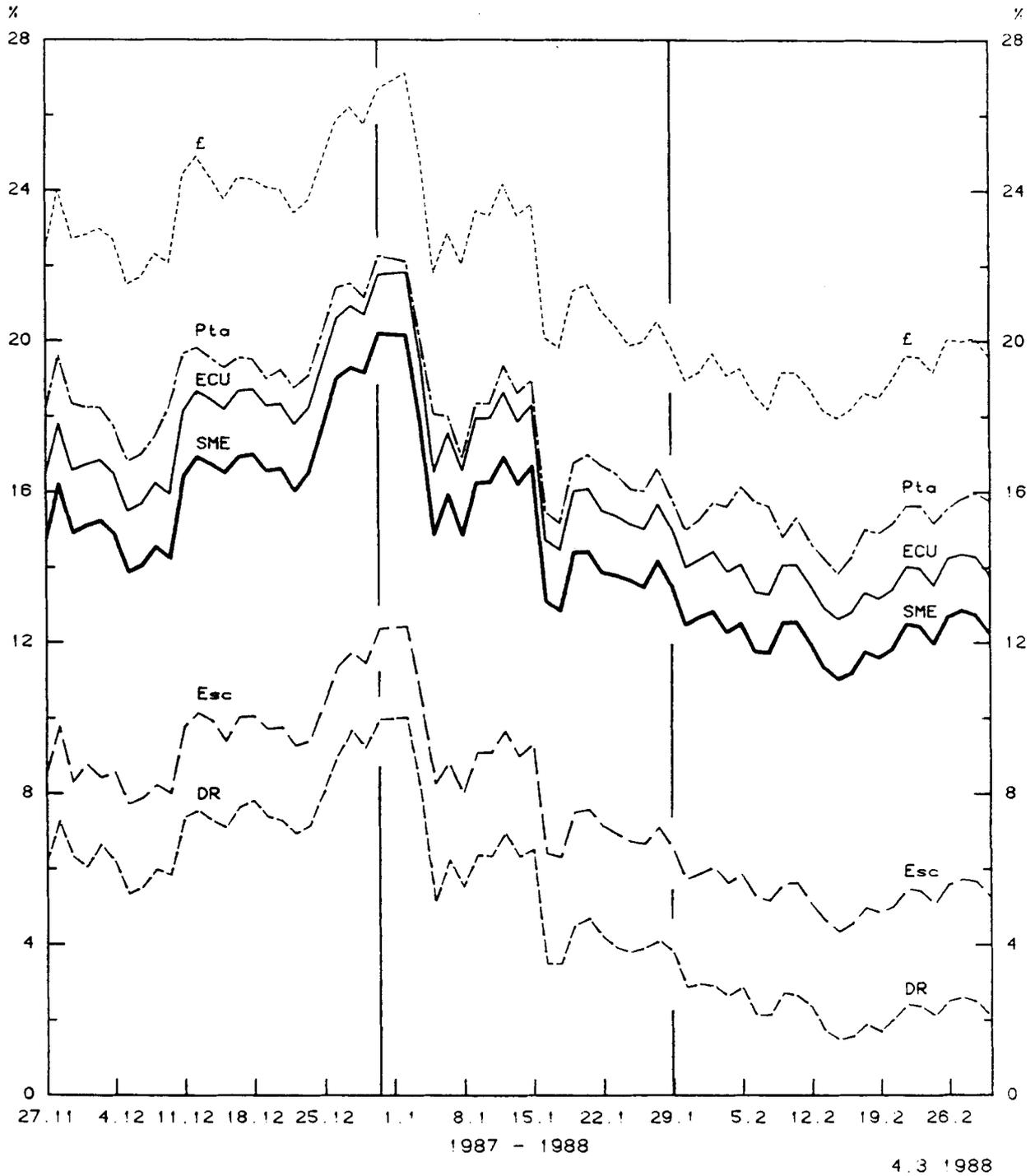
III. LES PREMIERS JOURS DE MARS

Le dollar EU a peu varié par rapport à la plupart des autres monnaies.

Au sein du SME, la situation n'a pas changé.

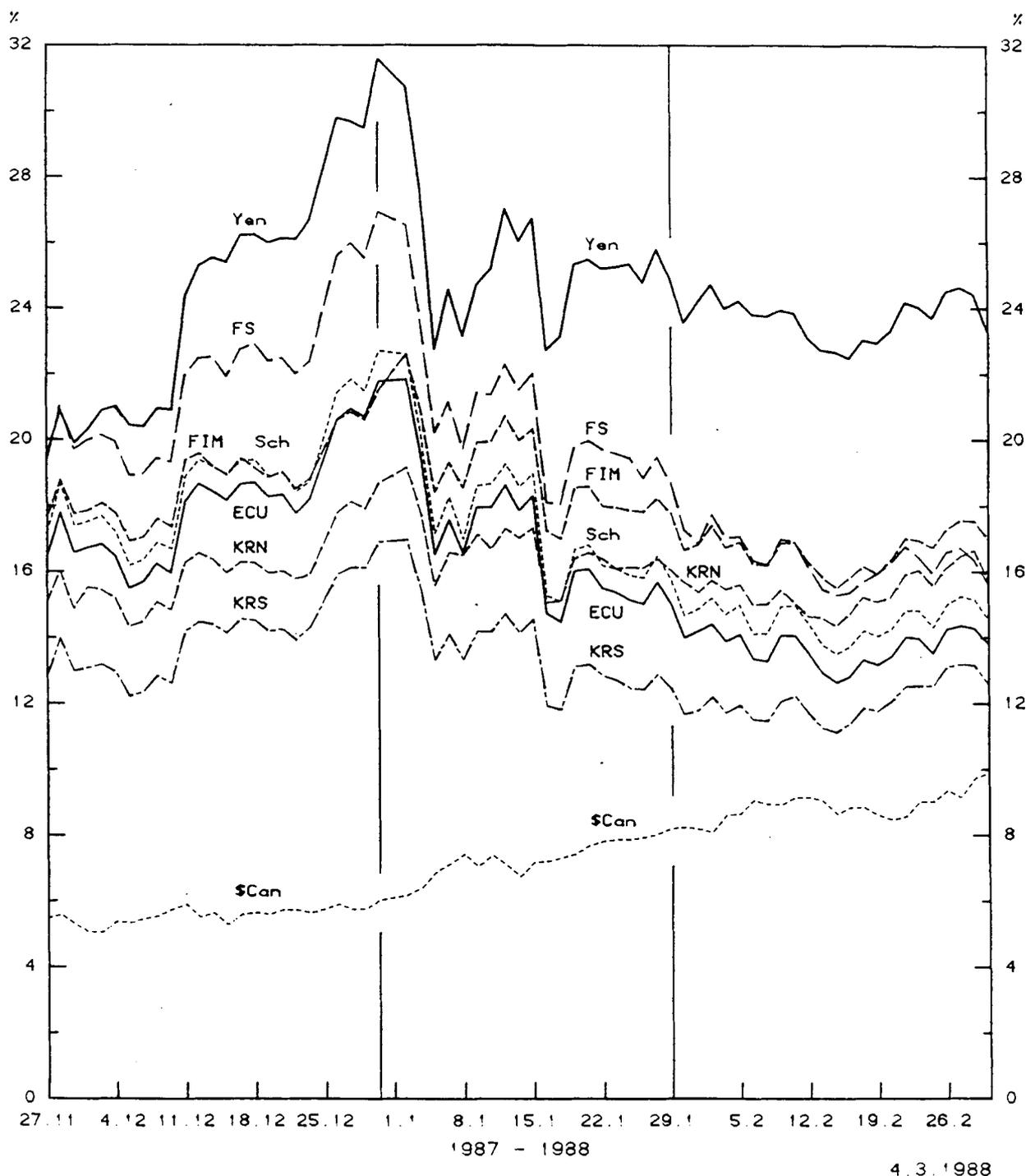
La livre sterling est demeurée ferme. La Bank of England est intervenue initialement pour maintenir le cours de la livre au-dessous du niveau de DM 3, mais par la suite elle a laissé le cours dépasser ce niveau.

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 1986 VIS-A-VIS DU \$EU\*



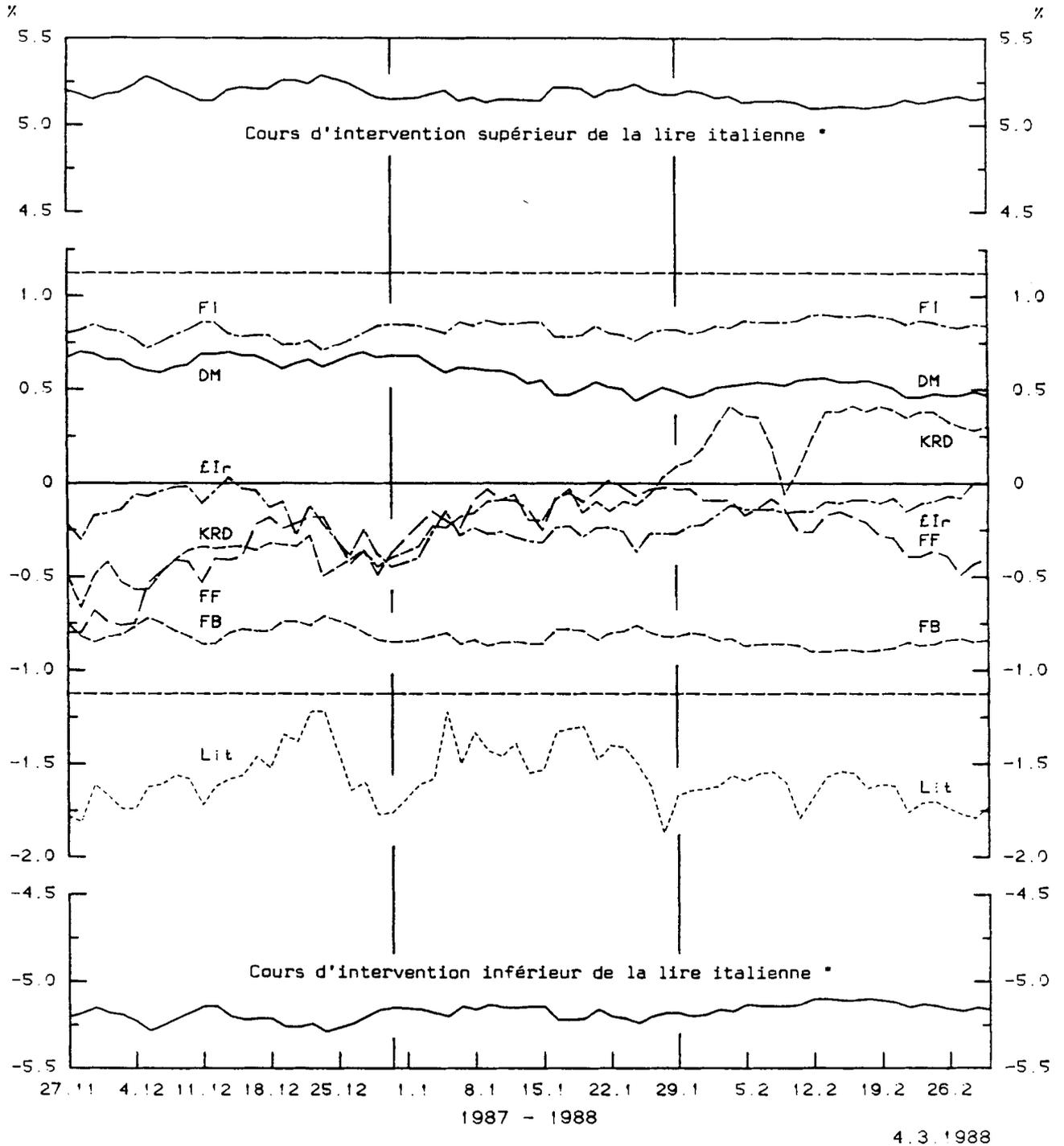
\* Voir page suivante.

EVOLUTION DE L'ECU ET DES MONNAIES DES BANQUES CENTRALES HORS CEE  
PARTICIPANT A LA CONCERTATION, SUR LA BASE DES COURS RELEVÉS LE  
31 DECEMBRE 1986 VIS-A-VIS du \$EU\*



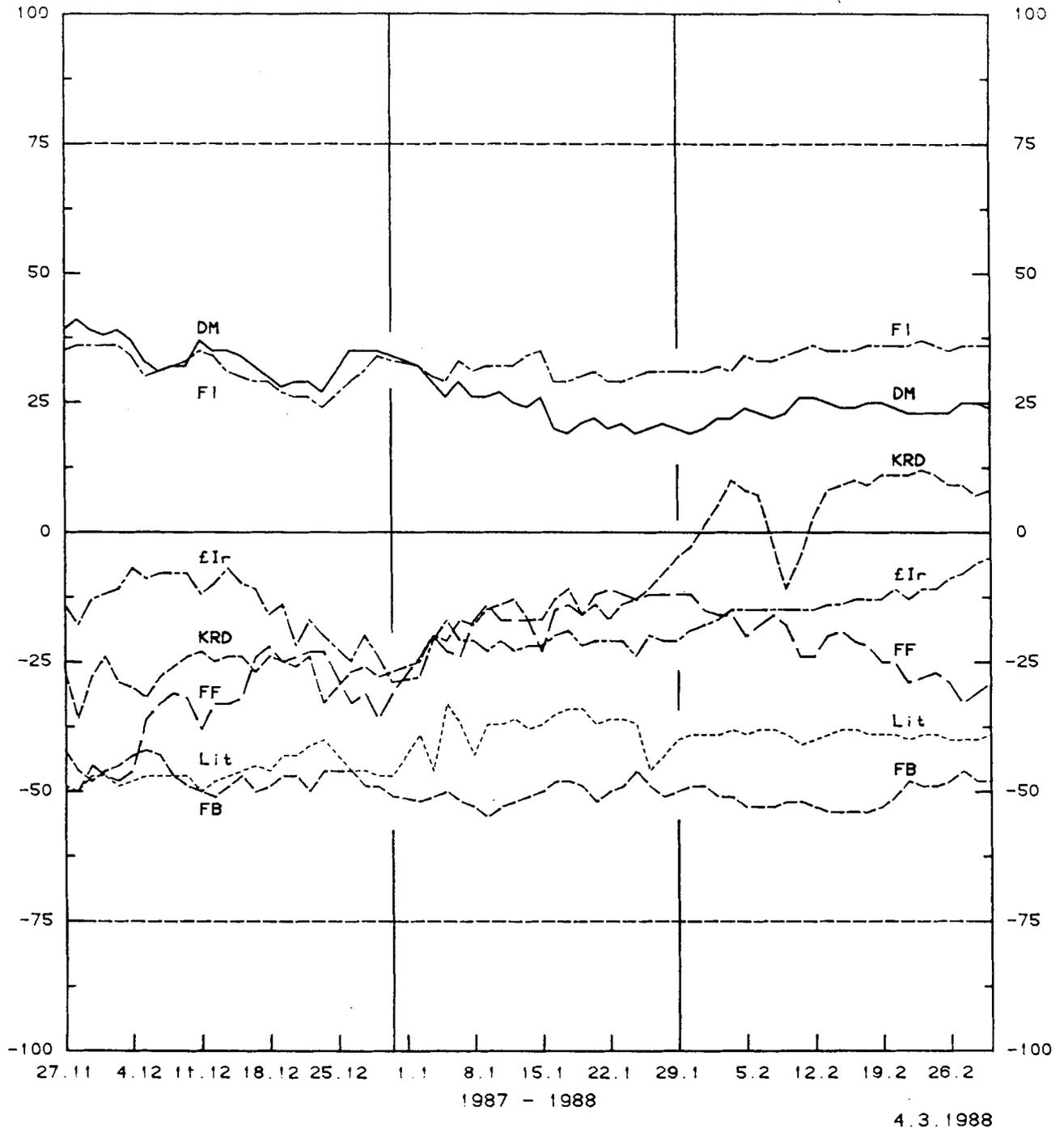
\* ECU 0,93425; £ 0,6773; OR 138,7601; PTA 131,8700; ESC 146,0995;  
FIM 4,7925; \$Can 1,3805; FS 1,6215; Yen 159,7993; KRS 6,7750; KRN 7,3975;  
Sch 13,6520; cours médian des monnaies participant au SME 0,92913. Le  
cours médian des monnaies participant au SME représente la moyenne jour-  
nalière des cours des deux monnaies à marge de fluctuation de 2,25% 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



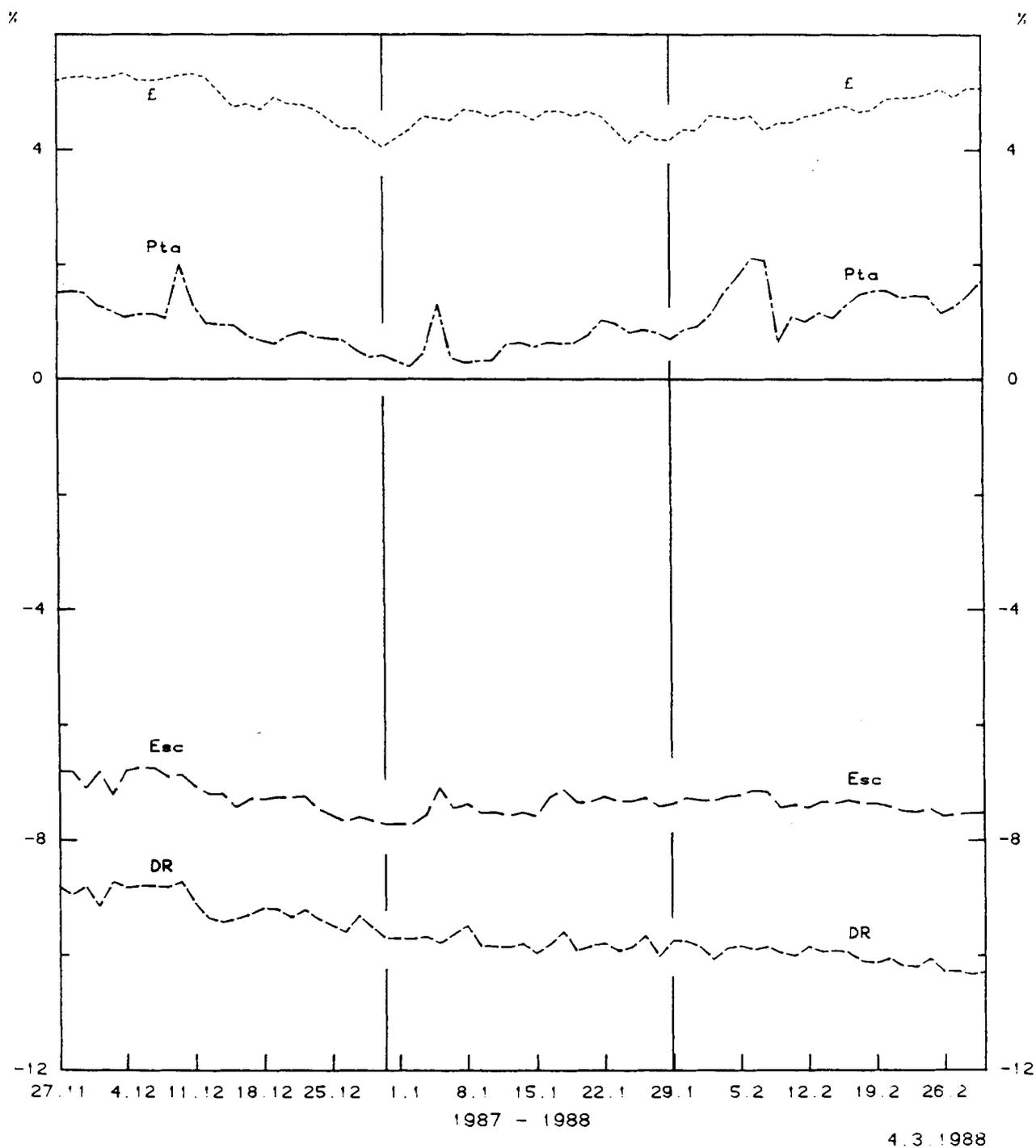
\* Les cours d'interventions supérieur et inférieur de la lire italienne représentent l'écart maximal théorique par rapport à la monnaie la plus faible respectivement la plus forte dans la bande de fluctuation étroite de 2,25%.

## EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE •



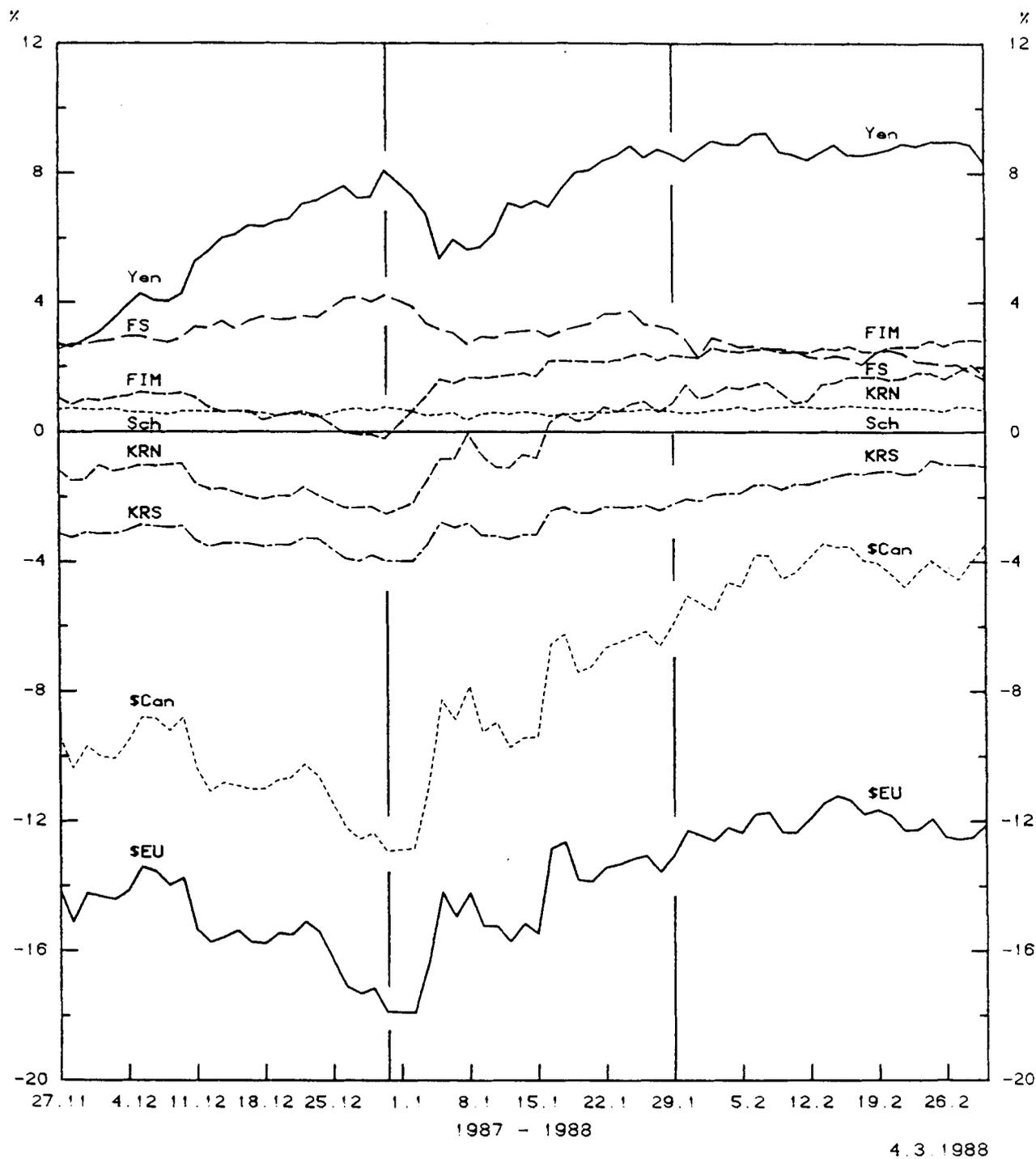
• L'indicateur de divergence a pour but de mesurer, sur une base comparable pour toutes les monnaies participant au mécanisme de change européen, la position d'une monnaie vis-à-vis de son cours-pivot ECU. L'écart maximal de divergence est le pourcentage maximal par lequel le cours de marché de l'ECU dans chaque monnaie peut s'apprécier ou se déprécier par rapport à son cours-pivot ECU; il est exprimé par  $\pm 100$ , le seuil de divergence étant  $\pm 75$ . 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 MARCHÉ RELEVÉS  
LE 31 DECEMBRE 1986\*



\* £ 0,724942; DR 148,526; PTA 141,151; ESC 156,382.

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 1986\*



\* \$EU 1,07038; \$Can 1,47766; FS 1,73562; Yen 171,046; KRS 7,25181;  
KRN 7,91812; Sch 14,6128; FIM 5,12978.