

PROCES-VERBAL *
DE LA 224e SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS
DES BANQUES CENTRALES DES ETATS MEMBRES
DE LA COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE
TENUE A BALE, LE MARDI 12 AVRIL 1988 A 9 HEURES 30

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 M. Szász; le Gouverneur du Banco de Portugal, M. Tavares Moreira, accompagné par MM. Pego Marques et Costa Pinto; le Gouverneur de la Bank of England, M. Leigh-Pemberton, accompagné par MM. Loehnis et Kirby; le Directeur Général des Affaires économiques et financières de la Commission des Communautés européennes, M. Costa, accompagné par M. Mingasson; 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 10 mai 1988, et comportant par rapport au projet quelques modifications de caractère rédactionnel.

I. Approbation du procès-verbal de la 223e séance

Le Comité approuve à l'unanimité le procès-verbal, de la 223e séance, étant entendu que les amendements de caractère rédactionnel qui ont été proposés seront incorporés dans le texte définitif.

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

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

A. Exposé de M. Dalgaard

Les marchés des changes ont été relativement stables depuis la séance du Comité de mars, exception faite de la livre sterling. Le dollar américain s'est légèrement affaibli mais est resté dans la plage observée ces derniers mois; il a été soutenu par une croissance continue aux Etats-Unis et certaines augmentations des différentiels de taux d'intérêt. L'avenir du dollar suscite cependant encore des doutes; l'évolution immédiate dépendra bien sûr de la déclaration du G7 et des chiffres du commerce extérieur américain de février qui seront publiés dans deux jours. Le yen s'est renforcé tant à l'égard du dollar que des monnaies européennes. Quelques tensions sont apparues brièvement dans le SME durant la première quinzaine de mars et ont porté en particulier sur le franc français et la lire italienne. La Banque de France a recouru à la fois aux interventions, à un glissement du franc dans la bande et à une augmentation des taux d'intérêt pour faire face aux pressions; le franc a ensuite très vite retrouvé son niveau du début de mars sans nouveau soutien. La lire italienne s'est également affaiblie quelque peu au début de mars sous l'effet de divers facteurs, tels que la crise gouvernementale, l'approche des élections françaises et le repli du franc français ainsi que la dégradation de la balance des paiements. La Banca d'Italia a stabilisé le cours de la lire par rapport au franc français en procédant à des interventions à la vente importantes (environ \$2 milliards).

Le deutsche mark a été très stable; la Deutsche Bundesbank n'a pas fait d'interventions et les taux d'intérêt n'ont pas bougé. Le fait que durant les premiers mois de 1988 l'excédent du compte courant allemand a été plus que compensé par des sorties nettes de capitaux explique que les

taux d'intérêt sur le deutsche mark ne baissent pas. La livre irlandaise a été particulièrement ferme en mars et la Central Bank of Ireland a procédé à des achats de devises. Cette fermeté, qui s'est manifestée malgré une nouvelle réduction des taux d'intérêt, est à relier à la vigueur de la livre sterling et aux données économiques fondamentales favorables (faible inflation, bonne balance des paiements et amélioration budgétaire).

En conclusion, le mécanisme de change du SME a été géré d'une manière souple et efficace par les banques centrales.

En dehors du mécanisme de change, l'évolution la plus importante a concerné la livre sterling. Au début mars, les pressions à la hausse ont été très fortes et la Bank of England est intervenue en trois jours pour l'équivalent de \$2,5 milliards et de façon très diversifiée puisqu'elle a acheté par exemple près de Ecus 1 milliard. Après l'abandon, le 7 mars, du plafond de 3 DM pour une livre, les autorités ont quand même essayé de stabiliser le cours de change en particulier en réduisant à deux reprises le taux d'intérêt de base et en continuant à intervenir mais sur une échelle beaucoup plus modeste. La peseta espagnole a été également ferme. Le Banco de España a essayé de modérer les entrées de capitaux en réduisant les taux d'intérêt et en laissant la peseta s'apprécier; celle-ci a progressé de 2 à 3% par rapport au deutsche mark en un mois et quelques achats de devises ont été faits. Depuis le début de mars, une stabilisation du cours effectif de la drachme grecque a été obtenue dans le cadre de la politique de désinflation menée par les autorités. Au Portugal, on a ramené de 0,4% à 0,3% le pourcentage mensuel du système de dévaluation progressive du cours effectif de l'escudo.

B. Exposé de M. Janson

Les Suppléants n'ont eu qu'une brève discussion sur les développements principaux qui ont été résumés par M. Dalgaard.

1. Les Suppléants ont constaté avec satisfaction que les tensions dans le SME qui se sont manifestées au début du mois de mars ont pu être maîtrisées de façon efficace. Le Suppléant allemand a attiré l'attention de ses collègues sur les sorties importantes de capitaux en Allemagne qui ont plus que compensé les recettes nettes au titre des transactions courantes; ces sorties empêchent la baisse des taux nominaux et maintiennent les taux réels à un niveau élevé.

2. Les Suppléants se sont félicités de la stabilité continue du dollar. Bien qu'en légère augmentation en mars par rapport à février, le

volume des interventions de soutien du dollar est nettement inférieur à ce qu'il était en 1987.

En ce qui concerne les perspectives du dollar, il faut être conscient que le rythme soutenu de la croissance économique aux Etats-Unis peut créer, sur le marché des changes, des doutes quant à la poursuite de l'ajustement des déséquilibres en matière de comptes courants. Dans ce contexte, il importe que les banques centrales ne contribuent pas à une éventuelle pression à la baisse du dollar par des interventions inappropriées à la vente de dollars. La situation commande plutôt d'orienter les politiques d'interventions vers des achats de dollars lorsqu'une monnaie nationale tend à s'apprécier tandis que la défense d'une monnaie, en particulier dans le SME, devrait se faire par des ventes de monnaies autres que le dollar.

3. En ce qui concerne la livre sterling les Suppléants se sont félicités de l'abaissement, en deux étapes, du taux de base au Royaume-Uni. Les autorités réitèrent leur volonté d'attacher du prix à la stabilité des taux de change au niveau nouvellement atteint. Toutefois, le dilemme subsiste. D'une part, des doutes persistent sur la question de savoir si l'ampleur de la baisse est à même de tempérer la pression à la hausse sur la monnaie britannique. D'autre part, il est reconnu que la situation de l'économie britannique continue de militer en faveur du maintien de conditions monétaires fermes et anti-inflationnistes.

4. Finalement, le Suppléant anglais a apporté des explications supplémentaires au sujet de la différence observée en 1987 entre le montant des interventions en dollars et l'évolution des réserves de la Bank of England. Cette question avait été discutée par les Gouverneurs lors de leur séance de mars.

Le Président remercie MM. Janson et Dalgaard pour leurs exposés et constate que les Gouverneurs n'ont pas de remarques particulières.

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 mars et des premiers jours d'avril 1988

Le Président prend note de l'approbation du "rapport concertation" par le Comité, rapport qui sera transmis aux Ministres des Finances des pays de la CEE selon la procédure habituelle.

IV. Adoption par le Comité du Rapport au Conseil ECOFIN sur les propositions de la Commission de libération complète des mouvements de capitaux dans la Communauté

Le Président précise qu'un premier projet de ce rapport a été soumis aux Suppléants le 21 mars; sur la base des remarques de ces derniers, un deuxième projet a été établi. Les discussions des Suppléants de lundi ont conduit à un troisième projet daté du 11 avril qui pourrait être éclairé par quelques remarques de M. Janson.

M. Janson indique que les Suppléants ont mis au point le texte du projet de rapport du Comité au Conseil sur les propositions de la Commission concernant la libération complète des mouvements de capitaux. La version que les Gouverneurs ont sous les yeux fait ressortir les modifications apportées par les Suppléants au texte diffusé avant les réunions de Bâle (2e projet daté du 7 avril 1988).

Sur un seul point, les Suppléants n'ont pu parvenir à un accord eux-mêmes. Il s'agit de la mention faite, à la page 6, de la proposition de créer un mécanisme de recyclage qui accompagnerait la libération des mouvements de capitaux. Cette insertion est demandée par la Banca d'Italia et correspond aux idées développées par son Gouverneur lors de la séance du Comité en mars, de même que dans le mémorandum du Ministre Amato. D'autres Suppléants estiment que cette proposition ne peut être isolée des autres idées mises en avant et font observer que l'on risque d'éveiller des anticipations trompeuses en évoquant une proposition qui n'a encore fait l'objet d'aucun examen entre Gouverneurs.

Avant d'ouvrir la discussion, le Président rappelle que, lors de leurs débats précédents, les Gouverneurs n'ont pas souhaité dissimuler les différences de vues dans leur rapport. Celui-ci présente donc les opinions, parfois divergentes, qui existent au sein du Comité. Si un accord est trouvé sur le point soumis par les Suppléants et si le rapport est adopté, il sera ensuite établi dans les trois langues, allemand, anglais et français, et il sera communiqué par téléfax dans les meilleurs délais aux Gouverneurs afin que ceux-ci puissent le transmettre à leurs Ministres. Le Président ajoute qu'il fera une brève présentation du rapport à la session du Conseil ECOFIN, le 18 avril à Luxembourg.

M. Ciampi indique qu'il souhaite beaucoup maintenir dans le rapport l'idée d'un mécanisme de recyclage mais qu'une autre expression pourrait être retenue, par exemple une facilité d'opérations sur le marché gérée par le FECOM (market operations facility managed by the EMCF). Il ne

s'agit pas vraiment d'instituer un nouveau mécanisme de financement s'ajoutant à ceux qui existent déjà mais de mettre à l'étude un mécanisme financier qui innove puisqu'il aurait pour objectif de compenser des déplacements de fonds intervenant entre pays membres du SME et qu'il serait géré par le FECOM.

M. Hoffmeyer se demande s'il y a un intérêt et un sens à parler de recyclage. En effet, si les marchés ne réagissent pas à des déplacements de fonds, les banques centrales devraient intervenir et acquérir des actifs de pays partenaires. Il ne semble pas possible d'envisager un nouveau mécanisme financier. Des mécanismes de crédit existent déjà et s'ils ne fonctionnent pas ou ne suffisent pas il faut agir au moyen de la politique monétaire. Un resserrement de celle-ci entraîne un recyclage naturel par les marchés.

M. Pöhl remercie les auteurs, et en particulier les Suppléants, pour la qualité du rapport. Le terme de recyclage suscite du scepticisme et rappelle le contexte des années 1970 avec les excédents de l'OPEP même s'il ne s'agit pas du même recyclage. Cette idée pourrait être discutée dans les enceintes appropriées mais il n'apparaît pas utile de la mentionner dans le rapport et lui accorder ainsi un traitement privilégié, alors que bien d'autres propositions ont été avancées et seront également appelées à être discutées le moment venu. On pourrait peut-être indiquer dans le rapport que certains Gouverneurs estiment que les facilités de crédit existantes devraient être élargies afin d'encourager le processus de libération des mouvements de capitaux, alors que d'autres Gouverneurs considèrent que les facilités existantes sont suffisantes.

M. Leigh-Pemberton se rallie à la position prise par M. Pöhl. Il n'est certainement pas nécessaire de mentionner spécifiquement une proposition; celle-ci recevrait une sorte de priorité alors qu'il est difficile d'avoir une idée assez claire de sa portée pour pouvoir en faire état dans le rapport. Bien entendu, l'absence d'une mention dans le rapport n'empêchera pas que cette proposition comme d'autres d'ailleurs soient étudiées ultérieurement.

M. Ciampi souligne que la proposition d'un mécanisme de recyclage est la seule qui se réfère au contexte de la libération des mouvements de capitaux; les autres propositions avancées, notamment par des Ministres, et que les Gouverneurs devront aussi étudier, concernent des objectifs plus lointains et plus ambitieux comme la création d'une banque centrale européenne.

L'idée d'un mécanisme de recyclage a donc sa spécificité; elle devra être analysée et évaluée sur la base d'une proposition complète et détaillée qui pourra être présentée ultérieurement. Afin d'éviter le terme "recyclage", on pourrait utiliser une formule plus vague comme le suggérait M. Pöhl, mais il serait souhaitable de maintenir à la fois le lien avec la libération des mouvements de capitaux et l'originalité du mécanisme quant à sa gestion qui serait assurée par le FECOM.

M. Duisenberg partage les avis exprimés par MM. Pöhl et Leigh-Pemberton sur la phrase en litige; il suggère une nouvelle rédaction qui, après des amendements de M. Pöhl et du Président, aboutit à l'adoption du texte ci-après: "A cet égard, les Gouverneurs rappellent qu'ils vont entamer l'examen de diverses suggestions ou idées qui ont été récemment avancées par certains Ministres des Finances et Gouverneurs de banques centrales des pays de la CEE, par exemple une proposition d'introduire un nouveau mécanisme de crédit qui devrait être disponible dès que la libération des marchés des capitaux sera complète."

Le Président constate que le Comité approuve l'ensemble du rapport au Conseil avec la modification qui vient d'être adoptée; il rappelle que le texte définitif sera envoyé dès aujourd'hui par télex aux Gouverneurs, afin que ceux-ci le transmettent à leurs Ministres.

M. Janson indique que les Gouverneurs devront arrêter le mandat à donner au "Groupe Raymond" pour poursuivre les travaux, qui sont mentionnés dans le rapport au Conseil, sur les méthodes appropriées pour renforcer la coordination des politiques monétaires. Les Suppléants ont évoqué brièvement cette question hier et il a été mentionné que les banques centrales les plus intéressées pourraient faire des suggestions en vue de préparer un projet de mandat qui tâcherait, dans la mesure du possible, de donner satisfaction aux demandes précises; ce projet serait soumis au Comité des Gouverneurs lors de la séance du 10 mai.

M. de Larosière souligne que la coordination des politiques monétaires est un sujet très important et indique qu'il enverra un projet de mandat.

M. Ciampi marque son accord avec M. de Larosière et rappelle qu'il avait déjà évoqué cette question à la séance de mars. L'établissement d'un mandat ne devrait pas soulever de difficultés; il ajoute que le rapport au Conseil sur la libération des mouvements de capitaux mérite les plus grands éloges qui doivent être adressés tout particulièrement au Comité des Suppléants et à son Président.

M. Pöhl rappelle que, parmi les nombreuses propositions faites, certaines relèvent exclusivement de la compétence des banques centrales, par exemple celles qui ont trait au SME dont le fondement juridique est un accord entre banques centrales. Il est donc essentiel que ces questions soient discutées uniquement au sein du Comité des Gouverneurs.

M. de Larosière partage l'opinion de M. Pöhl et indique que sa proposition vise précisément à ramener les questions de coordination des politiques monétaires au sein du Comité des Gouverneurs, questions que ce dernier devrait traiter d'une manière plus approfondie.

Le Président rappelle qu'il s'agit de préciser le mandat qui sera donné au "Groupe Raymond" pour étudier les modalités d'une amélioration de la coordination des politiques monétaires.

V. (Eventuellement) Echange de vues sur les points à l'ordre du jour des réunions internationales de Washington

Le Président indique que ce point a été inscrit à l'ordre du jour avec la mention "éventuellement", car l'expérience a montré que très souvent les Gouverneurs ne souhaitent pas avoir un échange de vues particulier sur les questions prévues à l'ordre du jour des réunions du FMI ou n'en voyaient pas l'utilité; il constate que le Comité n'a pas de temps pour procéder à un examen autonome et à une discussion particulière de ces questions.

VI. Autres questions relevant de la compétence du Comité

- La construction monétaire européenne

Le Président indique que les Suppléants ont abordé ce sujet très important. A ce stade, il s'agit essentiellement de dresser un inventaire des questions qui doivent être examinées pour donner suite à la demande du Conseil ECOFIN d'étudier les diverses propositions et idées avancées par plusieurs Ministres des Finances et notamment par M. Balladur; ce dernier a présenté, début janvier 1988, un mémorandum qui a été à l'origine du mandat donné au Comité.

A. Exposé de M. Janson

Les Suppléants ont procédé à un tour d'horizon qui démontre l'ampleur et la complexité des problèmes posés par les réflexions contenues

dans les documents de référence. Ces problèmes se situent dans trois horizons de temps différents, tout en présentant entre eux des liens étroits:

- l'analyse du fonctionnement actuel du SME;
- les aménagements susceptibles d'être encore apportés au système, dans sa phase non institutionnelle;
- la réflexion relative à la mise en place d'une banque centrale européenne, dans la perspective de l'union économique et monétaire.

1. Les problèmes d'analyse

Les progrès de la convergence dans la lutte contre l'inflation ont amené de nouvelles réflexions sur le fonctionnement du système et sur ses prétendues imperfections. Parmi celles-ci sont le plus souvent citées l'absence d'un moteur de croissance ainsi que la prépondérance d'une monnaie, génératrice d'asymétrie.

Les Suppléants sont très loin de partager à tous égards le diagnostic qui attribuerait au fonctionnement du système lui-même, ou à la politique macro-économique d'un seul pays, la responsabilité de la croissance modeste observée dans les pays participants. L'asymétrie de fonctionnement du système n'est pas niée, au moins à certains égards, mais elle repose en grande partie sur des données objectives et l'on ne pourrait y substituer artificiellement une construction symétrique simpliste.

Tous s'accordent à reconnaître l'importance de l'acquis de stabilité engendré par le fonctionnement du système et la nécessité d'en poursuivre la consolidation. Les Gouverneurs devront peut-être décider dans quelle mesure ils désirent approfondir leur analyse des fondations mêmes du système, dans le but principal de renforcer le consensus communautaire autour de ses objectifs et de sa conception fondamentale.

2. Les aménagements non institutionnels

Diverses propositions ont été formulées pour répondre aux défis auxquels le système sera en toute hypothèse confronté à court terme. Le rapport qui sera soumis aux Gouverneurs pourra dresser l'inventaire des mesures citées à cet effet. Certaines d'entre elles feront en toute hypothèse l'objet d'un examen en liaison avec la libération complète des mouvements de capitaux, comme par exemple le renforcement de la coordination des politiques monétaires.

Certains Suppléants pensent que les Gouverneurs devraient s'attacher à définir leurs priorités à cet égard et démontrer de la sorte la capacité

du système à évoluer et s'enrichir dans la perspective de son propre renforcement. Certains Suppléants pensent toutefois que le récent renforcement consécutif aux mesures prises à Bâle-Nyborg justifient une pause dans le rythme des initiatives.

3. Banque centrale européenne

Certains Suppléants ont fait remarquer que le Sommet européen traitera du sujet de la banque centrale européenne ne fût-ce que sur le plan de la procédure. Il appartiendra non seulement aux Ministres des Finances, mais également aux banques centrales, de formuler leur avis. Il sera utile de rappeler dans ce contexte que certains projets ont déjà fait l'objet de Résolutions du Conseil au début des années 1970. Le rappel des projets antérieurs permettra aussi de clarifier les concepts et les raisons de leur non-réalisation.

De l'avis de la plupart des Suppléants, il semble prématuré de prendre dès à présent des engagements en ce qui concerne la réalisation concrète d'une union économique et monétaire et d'une banque centrale européenne. Cela ne devrait pas exclure que les Gouverneurs définissent les conditions préalables qui devraient être remplies pour envisager la réalisation de ces projets. Certains Suppléants, qui représentent notamment des pays qui se trouvent encore dans un stade de développement économique et de libération moins avancé, insistent sur l'examen des tâches prioritaires en particulier en matière d'allocation des ressources au sein de la Communauté.

Certains Suppléants font observer que la réalisation même du grand marché apporte à l'environnement communautaire une physionomie nouvelle et un dynamisme propre qui rendent à la fois plausible et nécessaire la réalisation de l'union économique et monétaire ainsi que son accompagnement institutionnel, à savoir une banque centrale européenne.

B. Discussion du Comité

M. Duisenberg présente quelques remarques concernant la procédure. Les projets d'une zone monétaire et d'une banque centrale européenne représentent des questions très importantes que le Comité ne doit pas laisser échapper. Les Gouverneurs devraient en discuter à leur séance du 10 mai pour pouvoir présenter quelques réflexions aux Ministres des Finances qui tâcheront de coordonner leurs vues lors du Conseil ECOFIN quelques jours plus tard, à Lübeck. Le Conseil européen de fin juin devrait se saisir aussi de ces propositions.

Deux questions centrales se posent. En premier lieu qui devrait être chargé de l'étude des propositions? On a évoqué un Comité de Sages mais il serait nettement préférable de confier les travaux aux institutions ordinaires de la Communauté, c'est-à-dire le Comité des Gouverneurs et le Comité monétaire selon leurs compétences respectives.

En second lieu, quelle devrait être la base formelle de l'étude? Là il n'y a aucun doute; la base devrait être la Résolution du 22 mars 1971 concernant la réalisation par étapes de l'union économique et monétaire dans la Communauté. Ce texte qui est toujours en vigueur prévoit en particulier que, au terme du processus, la Communauté doit former un ensemble monétaire individualisé, comportant une monnaie unique et une organisation communautaire des banques centrales. Il prévoit aussi que les décisions pour assurer la gestion de l'union sont prises au niveau communautaire et les pouvoirs nécessaires sont attribués aux institutions de la Communauté. Celles-ci sont entre autres le Comité des Gouverneurs et le Comité monétaire. Il conviendrait donc que les Gouverneurs recommandent que la Résolution du 22 mars 1971 soit la base formelle du mandat à donner aux deux Comités, afin de permettre aux Ministres des Finances de formuler un avis coordonné en vue du Conseil européen de juin.

M. de Larosière marque son accord avec les propos de M. Duisenberg, qui montrent la bonne voie dans laquelle les Gouverneurs devraient s'engager; il rappelle que, en plus de l'effort de réflexion sur la banque centrale européenne, les propositions françaises contiennent des aspects liés davantage au fonctionnement du SME à marges étroites. Ces aspects ne devraient pas faire l'objet du mandat dont parlait M. Duisenberg car ils font partie du mandat permanent des Gouverneurs. Les Suppléants devraient continuer à étudier ces questions, et en particulier celle de la symétrie du mécanisme de change. La question de la symétrie recouvre le problème fondamental de l'insuffisance de la coordination des politiques économiques générales des pays de la Communauté. Si on laisse se développer au sein du dispositif à marges étroites une situation où le "policy mix" de certains participants conduit à des excédents courants structurels permanents alors que d'autres sont plus ou moins en équilibre, des tensions apparaîtront à l'intérieur du système. La réponse à ce problème réside dans une coordination plus étroite des politiques économiques avec une mise en commun des objectifs de politique économique et aussi de croissance dans la stabilité. Un mécanisme d'intervention plus symétrique pourrait jouer un rôle important lorsque les pays membres auront atteint un degré de sagesse anti-inflationniste qui

justifierait une participation plus homogène à l'intérieur du mécanisme de change. Cette idée devrait être considérée dans les travaux des Suppléants.

M. Pöhl indique qu'il peut suivre les idées avancées par MM. Duisenberg et de Larosière. Plusieurs questions existent, comme celles de la création d'une union économique et monétaire et de l'établissement d'une banque centrale européenne; ce sont des questions essentiellement politiques et l'on peut se demander s'il appartient aux banques centrales de s'en occuper dès à présent. En revanche, la question de la symétrie (ou de la convergence) est plus concrète et touche plus directement les Gouverneurs. Comme l'a dit M. de Larosière, il faut tout entreprendre pour arriver à un maximum de consensus et de convergence sur les objectifs économiques au sens large, y compris les objectifs monétaires, et pour harmoniser autant que possible les résultats économiques et financiers des uns et des autres. A l'inverse, une symétrie éventuelle des interventions sur les marchés des changes n'est pas souhaitable; la Deutsche Bundesbank maintient son opposition à la proposition de diversifier les réserves monétaires au sein du SME, mais elle n'est pas opposée à ce que les Suppléants soient chargés de débroussailler la question de la symétrie des objectifs et des politiques sans se limiter toutefois à la technique et aux modalités des interventions.

La question de l'union économique et monétaire et de la banque centrale européenne est encore floue et il vaudrait mieux attendre d'y voir plus clair sur le plan politique. Il n'est pas sûr qu'une décision de procédure soit prise au Conseil européen de Hanovre, fin juin, même s'il n'est pas exclu que les idées de M. Genscher deviennent des propositions du gouvernement allemand. Quoiqu'il en soit, s'il était décidé de créer un Comité de Sages indépendant chargé d'étudier la question de la construction monétaire européenne, une telle procédure est peut-être acceptable comme phase préparatoire aux études que mèneraient les Gouverneurs. On peut se demander en effet si ceux-ci doivent être les premiers à réclamer pour eux-mêmes l'exclusivité d'une analyse objective et complète de ces questions.

M. Hoffmeyer rappelle que la Résolution du 22 mars 1971 ne constitue pas un texte légal exécutoire. Il existe d'autres Résolutions ou textes comparables que l'on peut évidemment prendre en considération mais il est important de distinguer le degré d'obligation inhérent aux actes communautaires auxquels on se réfère. Il est important aussi de faire une distinction en matière de symétrie entre, d'une part, les données fondamentales - par exemple les résultats économiques ne sont pas les mêmes au sein du SME l'Allemagne étant l'économie dominante, ses performances, par exemple en

matière de croissance se refléteront dans le système - et, d'autre part, les questions techniques comme les interventions; celles-ci ne sont évidemment pas à l'abri des effets résultant des différences fondamentales existant entre les pays participants; le système est néanmoins symétrique en ce sens que lorsque les cours limites sont atteints, les interventions doivent être faites par les deux pays dont les monnaies sont en opposition. Les interventions intramarginales qui ont été beaucoup développées relèvent du choix des pays concernés.

M. de Larosière reconnaît que le SME est symétrique dans le sens indiqué par M. Hoffmeyer, mais techniquement il y a une différence entre les deux banques centrales qui interviennent lorsque leurs monnaies sont en opposition, car l'une intervient comme fournisseur de crédit et l'autre doit rembourser ce dernier. Il n'y a donc pas de symétrie totale et il serait utile que ces questions techniques soient étudiées d'une manière plus approfondie.

M. Ciampi estime que les Gouverneurs sont confrontés à une série de propositions qui ont une grande importance et qui envisagent un avenir dont on ne peut pas dire s'il est lointain ou plus proche qu'on ne pense. Ces propositions ont certes un caractère politique mais qui concerne directement les banques centrales. Il conviendrait donc d'une part de ne pas pratiquer la politique de l'absence et du mutisme, d'autre part d'être réaliste et concret dans les travaux à entreprendre. En adoptant leur rapport au Conseil, les Gouverneurs viennent de donner leur aval à la libération des mouvements de capitaux qui interviendra assez rapidement. Un tel processus implique un renforcement de la coordination des politiques monétaires qui doit se développer, bien sûr, dans le cadre plus vaste des politiques économiques communes. Le groupe d'experts présidé par M. Raymond sera chargé d'éclairer les Gouverneurs dans ce domaine. Il est utile aussi de valoriser les institutions existantes qui sont sous le contrôle des Gouverneurs. Dans cette ligne, le FECOM devrait être privilégié, son importance et ses possibilités opérationnelles devraient être exploitées à plein afin d'arriver à une meilleure cohésion des politiques monétaires. Une telle orientation, qui n'est pas partagée par tous, ne négligerait pas l'avenir plus lointain et plus ambitieux, et permettrait de progresser avec un fil conducteur concret et déjà présent. Ainsi, les travaux à mener devraient prendre en considération la libération des mouvements de capitaux, ses implications, à savoir le renforcement de la coordination des politiques monétaires dans le cadre d'une plus grande coordination des politiques

économiques, et aussi la valorisation des institutions existantes comme le FECOM.

M. Duisenberg reconnaît que, comme M. Pöhl l'a indiqué, il n'y a pas encore à proprement parler une proposition du gouvernement allemand. Cela n'empêche pas de rester quelque peu soucieux à l'égard de ce qui peut se passer en dehors des banques centrales dans des domaines les concernant. Par ailleurs, lors du déjeuner du Conseil ECOFIN de février, M. Balladur semble avoir précisé que son mémorandum diffusé le 8 janvier à ses collègues n'était pas simplement une proposition d'établissement d'une banque centrale européenne mais visait l'objectif fondamental de renforcement du SME et de promotion du processus d'intégration monétaire. Le Président du Comité, qui participait à ce déjeuner, a transmis un message à ses collègues dans lequel il a précisé que "le Conseil ECOFIN invite le Comité des Gouverneurs et le Comité monétaire à examiner les considérations et questions contenues dans le mémorandum du Ministre des Finances français et à faire rapport à ce sujet au Conseil ECOFIN pour une délibération au mois de juin". Cette discussion pourrait également avoir lieu au Conseil européen de fin juin. Il serait donc souhaitable que le Comité des Gouverneurs présente aux Ministres des Finances ses vues sur ces questions et les Ministres pourraient à leur tour présenter un avis aux Chefs d'Etat et de gouvernement.

M. de Larosière se rallie aux idées de M. Duisenberg et estime que, sans chercher à précipiter les étapes, il serait utile de constituer au sein du Comité des Gouverneurs une petite cellule de réflexion et de travail sur les problèmes de l'intégration monétaire et de la monnaie commune. Les problèmes sont de plus en plus évoqués, par exemple dans les mémorandums de plusieurs Ministres, dans le Comité Giscard-Schmidt, et bientôt dans le Comité monétaire. Il conviendrait donc que les Gouverneurs ne laissent pas s'installer un vide parmi eux sinon le Conseil ECOFIN et le Conseil européen pourraient prendre des dispositions en juin que le Comité risquerait de regretter.

Le Président indique que les remarques faites sur la procédure, en particulier par M. Duisenberg, sont exactes; les Gouverneurs ne peuvent pas être absents des discussions qui vont avoir lieu et ils ne peuvent pas refuser de répondre au mandat qui leur a été donné.

D'autre part, les Gouverneurs doivent également se prononcer sur les questions de la symétrie et de la convergence dans le SME, sur les défauts systémiques que certains trouvent dans le SME, par exemple le fait qu'il est générateur d'une faible croissance. Les Gouverneurs ne devraient pas permettre que le système perde progressivement sa crédibilité et ils ne

devraient pas laisser sans réponse des remarques faites dans divers milieux à propos des conséquences inéluctables ou prévues du fonctionnement actuel du système. Les Suppléants devraient donc préparer l'échange de vues que les Gouverneurs auraient en mai sur ces divers sujets, en vue d'être en mesure de présenter quelques réflexions à l'ECOFIN informel de mai ou à la session formelle de juin.

M. Janson précise que le Comité monétaire se saisira également de ces sujets prochainement et que le mémorandum de M. Balladur devrait être complété par une note plus technique que M. Trichet a annoncée. Il est important que le Comité des Gouverneurs soit lui aussi actif.

M. Pöhl n'est pas préoccupé par l'activité ou le dynamisme du Comité monétaire et rappelle que les Gouverneurs se situent à un autre niveau. Quelle que soit la date de création des deux Comités, les banques centrales sont de toute manière plus anciennes que le Comité monétaire. Une question de fond importante se pose au-delà de cet aspect de protocole; en effet, il ne faut pas que ces organes, quels qu'ils soient et même pour des raisons juridiques, traitent de sujets relevant des banques centrales. Le SME a le statut d'un accord entre banques centrales et pas entre gouvernements. Cela est vital pour la Deutsche Bundesbank et cela veut dire que celle-ci ne participera pas à des discussions au Comité monétaire qui concerneraient par exemple la diversification des réserves officielles ou l'allongement de la durée des swaps de création des Ecus. Le Comité monétaire peut bien sûr se pencher sur des questions institutionnelles. A cet égard, il est douteux que le FECOM soit vraiment la bonne institution à choisir par les Gouverneurs. En effet, contrairement à ce qu'a dit M. Ciampi, le FECOM n'est pas contrôlé exclusivement par les banques centrales; il constitue une institution communautaire, créée par le Conseil des Communautés européennes, qui est dépendant d'autres institutions de la CEE, en particulier du Conseil.

M. Pöhl peut se rallier à l'idée que les Suppléants étudient deux séries de questions: la première porterait sur les modalités pratiques d'une amélioration de la coordination des politiques monétaires ainsi que sur la convergence, la symétrie et le fonctionnement du SME. Il s'agirait de déterminer si des améliorations sont concevables et réalisables mais il n'est pas absolument nécessaire d'arriver à des conclusions d'ici les sessions des Conseils communautaires de juin. La seconde série de questions est de nature institutionnelle; elle porterait sur les conditions de la réalisation d'une union économique et monétaire et de l'établissement d'une banque centrale européenne. Il s'agirait d'entreprendre une première réflexion en

vue de présenter aux Ministres et Chefs d'Etat un avis très provisoire, limité à une indication de tendance. Cette réflexion ne devrait prendre en considération que les idées présentées par des gouvernements ou des banques centrales mais pas les nombreux articles, études ou déclarations émanant de particuliers, aussi prestigieux soient-ils.

Le Président constate que tous les Gouverneurs sont conscients de la tâche qui les attend dans les semaines à venir et qu'ils sont d'accord sur la procédure et le calendrier de travail.

VII. Date et lieu de la prochaine séance

La prochaine séance aura lieu à Bâle, le mardi 10 mai 1988 à partir de 10 heures.

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

MARS 1988

Le présent rapport retrace l'évolution, durant le mois de mars et les premiers jours d'avril 1988, du marché des changes et des interventions effectuées par les banques centrales participant à la concertation¹.

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

En mars 1988, les marchés des changes ont été principalement caractérisés par les développements suivants:

- renforcement de la livre sterling par rapport à toutes les autres monnaies;
- tendance à l'affaiblissement du dollar EU, la dépréciation étant légèrement plus prononcée envers le yen japonais qu'à l'égard des monnaies européennes continentales;
- quelques accès de nervosité au sein du SME, qui n'ont toutefois pas provoqué sur de fortes tensions et ont disparu depuis lors.

Le dollar EU s'est replié à l'égard des principales autres monnaies au cours du mois de mars. En début de mois, les signes d'accélération de

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

L'activité économique aux Etats-Unis ont soulevé des questions au sujet des possibilités de la poursuite de l'ajustement des déséquilibres externes et du maintien de la stabilité des prix. Des doutes sont en outre apparus quant à la détermination du Groupe des Sept à stabiliser d'une manière générale les taux de change, à la suite notamment de la vive hausse de la livre sterling par rapport au deutsche mark. Dans ces conditions, le dollar n'a bénéficié que temporairement de la publication des chiffres du commerce extérieur des Etats-Unis qui, pour le troisième mois consécutif, ont été meilleurs que prévu. Au total, le dollar enregistré en fin de mois une baisse d'environ 6% envers la livre, de 3 1/2% à l'égard du yen japonais, de 2 1/2% par rapport au dollar canadien et de 1 1/2% à 2% par rapport à la plupart des monnaies européennes continentales.

Vers le milieu du mois, quelques accès de nervosité se sont produits au sein du SME pour la première fois depuis le début de l'année, plusieurs monnaies perdant du terrain envers le deutsche mark. La pression s'est toutefois rapidement atténuée et la stabilité est revenue dans le système.

Le deutsche mark s'est raffermi envers le dollar EU et les monnaies participant au mécanisme de change du SME, mais s'est affaibli à l'égard de la livre et du yen japonais. En fin de mois, son indice pondéré vis-à-vis de quatorze pays industriels s'est établi à 173,1 (173,5 à fin février, 1972 = 100).

Dans un marché étroit, une pression assez prononcée s'est exercée contre le franc français aux alentours du 10 mars, à la suite notamment d'une demande de deutsche mark d'origine commerciale puis de prises de position à découvert. Il en est résulté un décalage temporaire de cours qui a contribué à dissiper ces perturbations et à rééquilibrer le marché permettant au franc de retrouver pratiquement ses niveaux de début mars. La prime des taux de l'eurofranc sur les taux intérieurs, qui n'a jamais excédé un demi-point, était pratiquement nulle en fin de mois.

Dans un marché calme, le florin néerlandais est demeuré ferme, ce qui s'est traduit par un léger raffermissement dans la bande du SME.

Au début du mois, le franc belge est resté stable. La Banque Nationale de Belgique a procédé à l'abaissement de 1/4% de ses taux d'escompte et d'avances et elle a encore acheté un montant appréciable de devises. Plus tard dans le mois, la position de la monnaie belge au sein du SME s'est très légèrement dégradée.

La couronne danoise s'est légèrement affaiblie et s'est établie en fin de mois aux alentours du milieu de la bande étroite.

En légère hausse au début de la période, la livre irlandaise a fait preuve d'une relative stabilité dans la moitié supérieure de la bande jusqu'à la fin du mois. Les entrées de capitaux importantes enregistrées au cours de la période sous revue, se sont traduites par d'importants achats nets de devises par la Central Bank of Ireland.

La lire italienne a été influencée par le nouvel accès de faiblesse du dollar et par le raffermissement de la livre sterling. Les incertitudes provoquées par l'expiration du plafonnement du crédit bancaire et, à la fin du mois, la publication des statistiques de balance des paiements ont également pesé sur la lire. C'est pourquoi la Banca d'Italia a été en fin de compte vendeur net.

Confortée par les perspectives de voir les taux d'intérêt se maintenir à un niveau élevé, la livre sterling a connu des périodes de forte demande. Après avoir dépassé, pour la première fois depuis septembre 1986, le niveau de DM 3 le 7 mars, elle s'est considérablement appréciée, en dépit de la réduction de 1/2 point (à 8 1/2%) des taux de base britanniques et de la publication de chiffres décevants du commerce extérieur; en fin de mois, elle a ainsi atteint ses plus hauts niveaux. Son indice pondéré a progressé de 4,6%, à 78,1 (1975 = 100).

La drachme grecque s'est raffermie de 1,84% à l'égard du dollar EU et dépréciée de 0,4% envers l'Ecu. En termes effectifs, elle est restée inchangée, du fait surtout de la politique de change menée par les autorités grecques.

La peseta espagnole a continué à s'apprécier en cours de période, principalement durant la seconde partie du mois; elle a progressé au total de 0,6% par rapport aux monnaies de la CEE en termes nominaux effectifs et de 2,9% envers le dollar EU. Le Banco de España a de nouveau abaissé de 1/2 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, il a progressé de 1,2%. Les opérations à terme en devises jusqu'à un an ont été autorisées à partir du 1er mars. Le maximum précédent de six mois avait été introduit en février 1987.

Le franc suisse s'est affaibli de 4% à l'égard de la livre sterling et de près de 1% envers le yen japonais. Par rapport à la plupart des autres monnaies, il a enregistré une légère hausse, qui a été plus prononcée à l'égard du dollar EU (1,7%).

En mars, le schilling autrichien s'est légèrement raffermi envers le dollar EU (d'un peu moins de 1,7%), avec une bande de fluctuation de 2,1%

durant le mois. Vis-à-vis du deutsche mark, il a évolué à l'intérieur d'une fourchette de 0,2%.

La couronne suédoise est demeurée ferme à l'égard des monnaies composant son indice en raison du niveau relativement élevé des taux d'intérêt. Sur le marché monétaire, le taux des bons du Trésor à six mois s'est accru de 25 points de base, pour s'établir à 9,75%.

La couronne norvégienne a fait preuve d'une assez grande stabilité dans l'attente de l'approbation, par le Parlement, du projet de loi gouvernemental visant à modérer les accords sur les revenus nominaux pour 1988. La persistance de taux d'intérêt élevés sur le marché intérieur ainsi que le raffermissement des prix pétroliers ont également contribué à stabiliser la monnaie. La couronne s'est appréciée de 1,7% envers le dollar EU et ne s'est que légèrement dépréciée en termes effectifs.

Le mark finlandais a continué de fluctuer à l'intérieur d'une bande étroite. Durant la première partie du mois, l'élargissement des écarts de taux d'intérêt par rapport aux principales monnaies a conduit à une intensification des entrées de capitaux à court terme.

Dans le sillage du raffermissement qui s'est manifesté depuis la fin de 1987, le dollar canadien s'est situé en fin de mois aux alentours de \$EU 0,8100, en hausse de 2,4% à l'égard du dollar EU et de 1,5% sur une base pondérée en fonction des échanges commerciaux avec les pays du Groupe des Dix. L'appréciation du dollar canadien est liée à plusieurs facteurs: bonnes performances de l'économie canadienne, amélioration des termes de l'échange, orientation de la politique monétaire et, partant, fermeté des écarts de taux d'intérêt par rapport aux titres américains qui s'est reflétée dans la poursuite des entrées de capitaux.

Le yen japonais s'est raffermi vers la fin du mois, s'appréciant de 3,4% envers le dollar EU et de 1,1% par rapport à l'Ecu. La fermeté du yen résulte principalement de la forte demande étrangère de valeurs mobilières japonaises et par l'anticipation d'une accélération des ventes de dollars par les compagnies d'assurance japonaises au début du nouvel exercice financier en avril. La Banque du Japon est intervenue sur le marché au cours de la seconde quinzaine pour freiner la vive appréciation de la monnaie.

II. INTERVENTIONS

a) Interventions en dollars EU

En mars, les achats nets de dollars des banques centrales se sont chiffrés à \$EU 2,5 milliards, contre \$EU 1,9 milliard en février. Les achats bruts se sont élevés à \$EU 3,7 milliards et les ventes brutes à \$EU 1,2 milliard. Le principal acquéreur a été la Banque du Canada et le principal vendeur la Banca d'Italia.

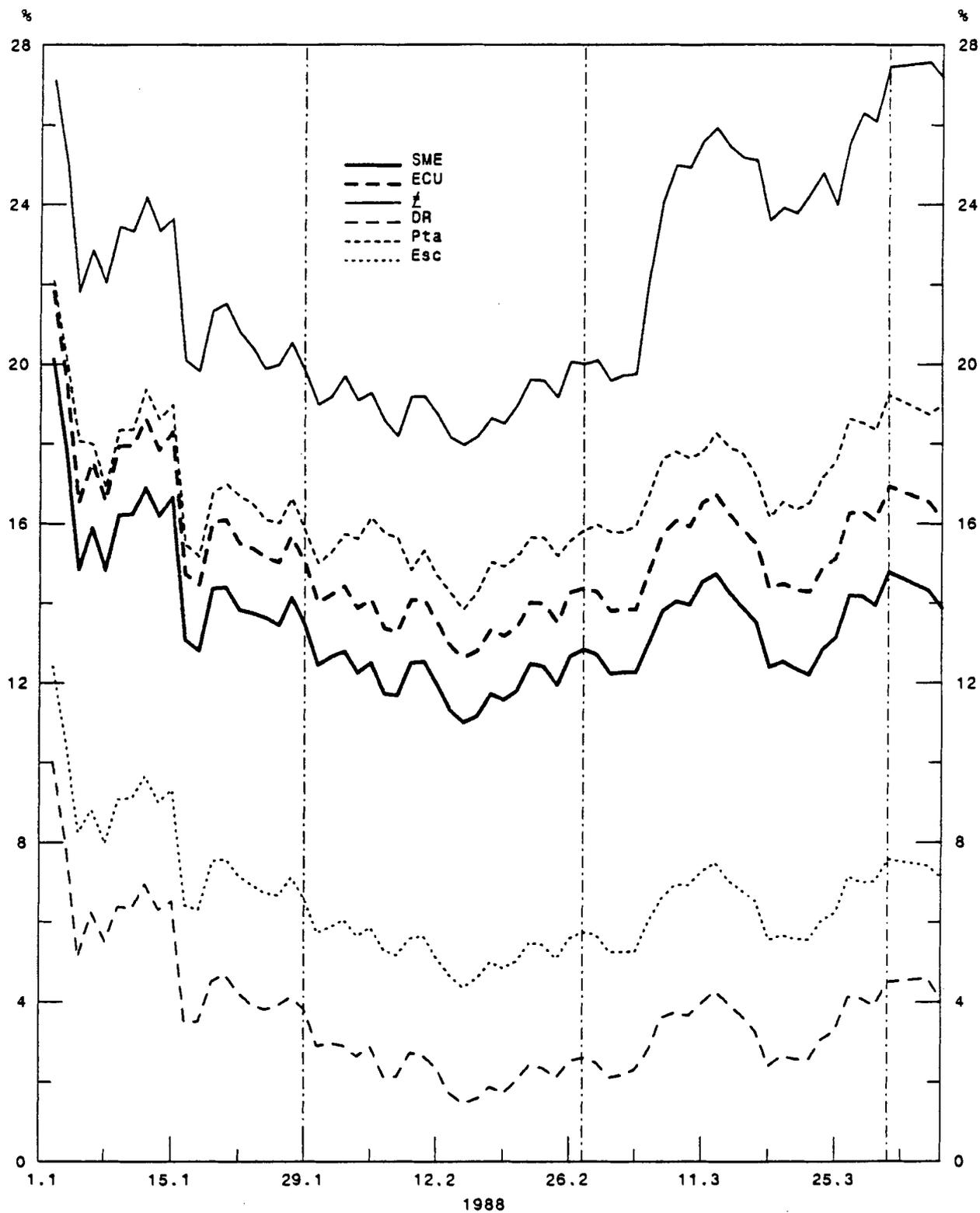
b) Interventions en monnaies communautaires

Les interventions en monnaies du SME et en Ecus par les banques centrales de la Communauté ont atteint la contre-valeur de \$EU 5,3 milliards, contre \$EU 2,2 milliards en février. Ces interventions ont consisté essentiellement en achats d'Ecus, de francs français, de deutsche marks par la Bank of England et de deutsche marks par le Banco de España d'un côté, et en des ventes de deutsche marks par la Banca d'Italia de l'autre.

III. LES PREMIERS JOURS D'AVRIL

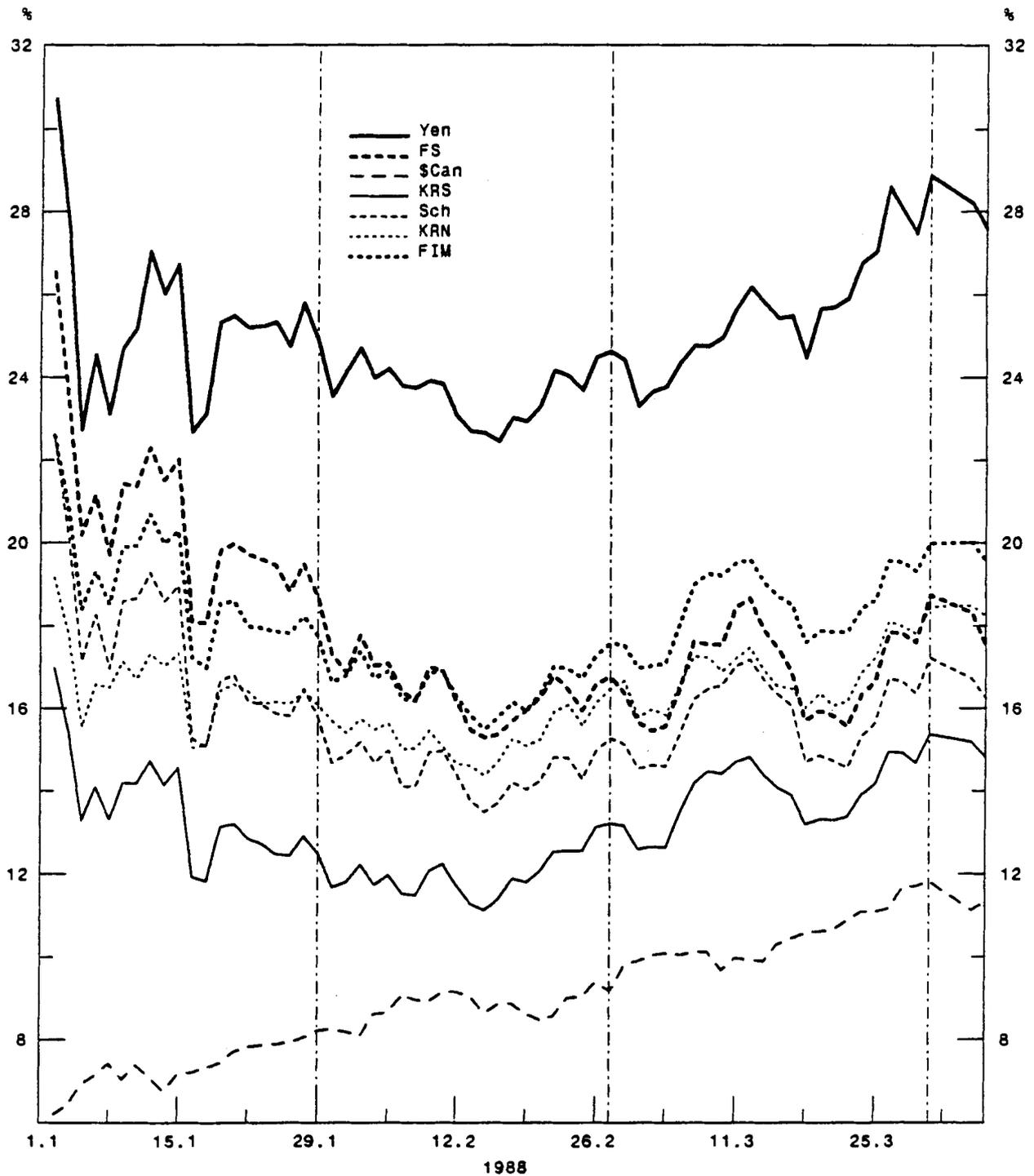
Au total, le dollar EU a regagné une partie du terrain perdu en mars étant donné que l'on s'attend que les pays du Groupe des Sept réaffirment, lors de leur prochaine réunion, leur engagement à l'égard de la stabilité des taux de change et que les chiffres du commerce extérieur américain pour février traduisent une réduction du déficit. La livre sterling est demeurée ferme et les taux de base britanniques ont de nouveau été abaissés d'un demi-point (à 8%). 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 1986 VIS-A-VIS DU \$EU*



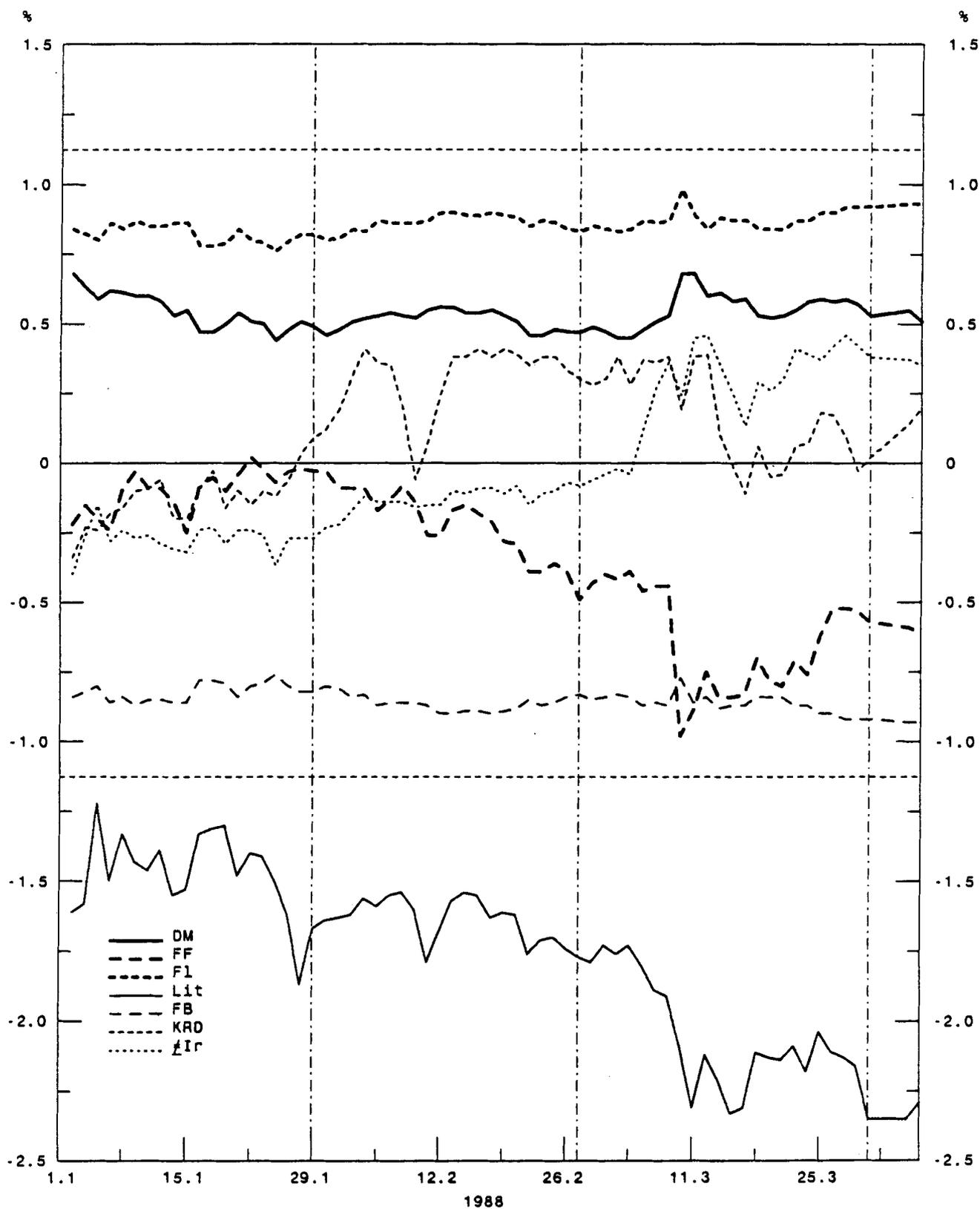
* Voir page suivante.

EVOLUTION DES MONNAIES DES BANQUES CENTRALES HORS CEE PARTICIPANT A LA CONCERTATION, SUR LA BASE DES COURS RELEVES LES 31 DECEMBRE 1986 VIS-A-VIS DU \$EU*

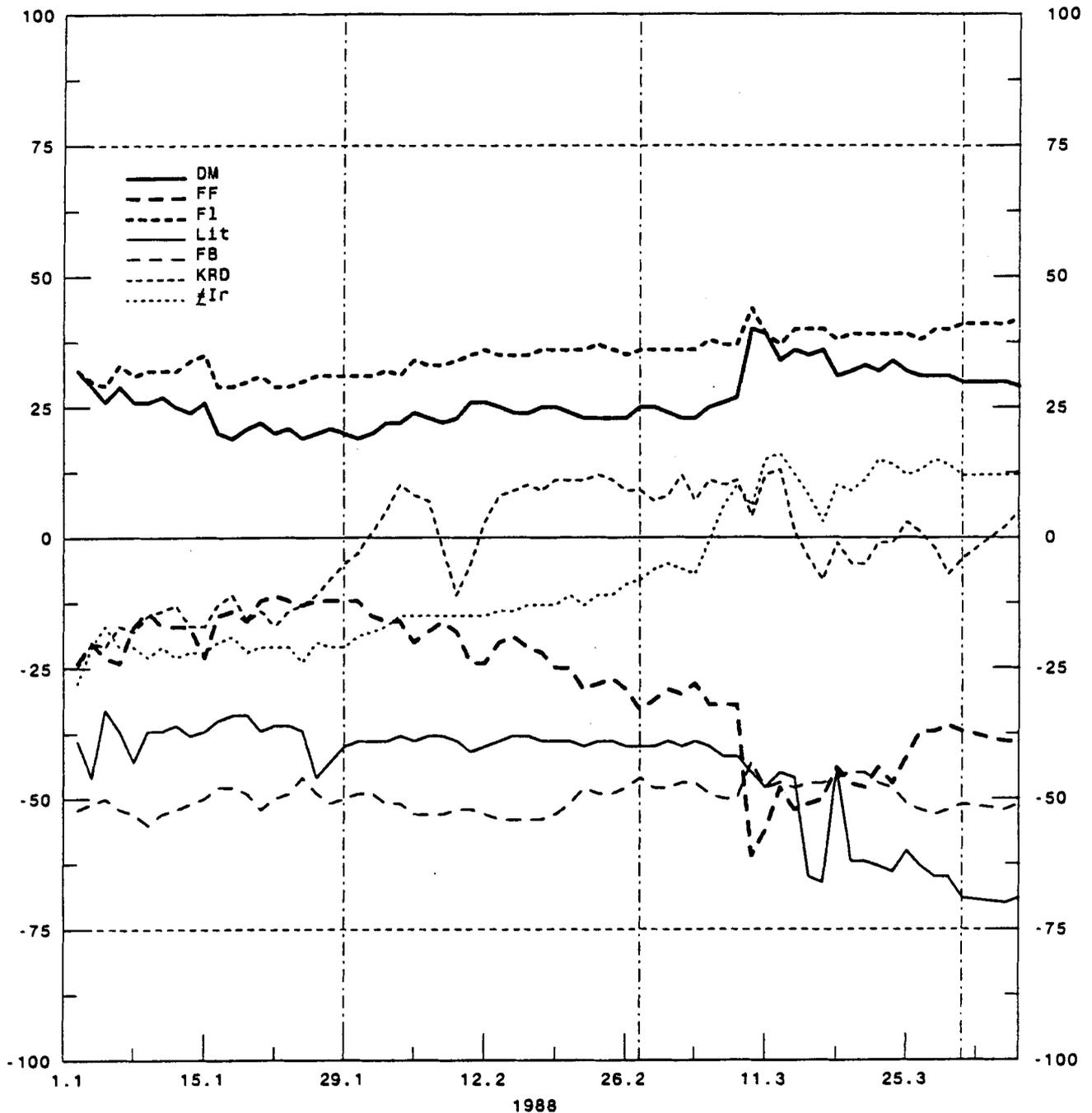


* ECU 0,93425; £ 0,6773; DR 138,7601; PTA 131,8700; ESC 146,0995; FIM 4,7925; \$Can 1,3805; FS 1,6215; Yen 159,7993; KRS 6,7750; KRN 7,3975; Sch 13,6520; cours médian des monnaies participant au SME 0,92913. Le cours médian des monnaies participant au SME représente la moyenne journalière des cours des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

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

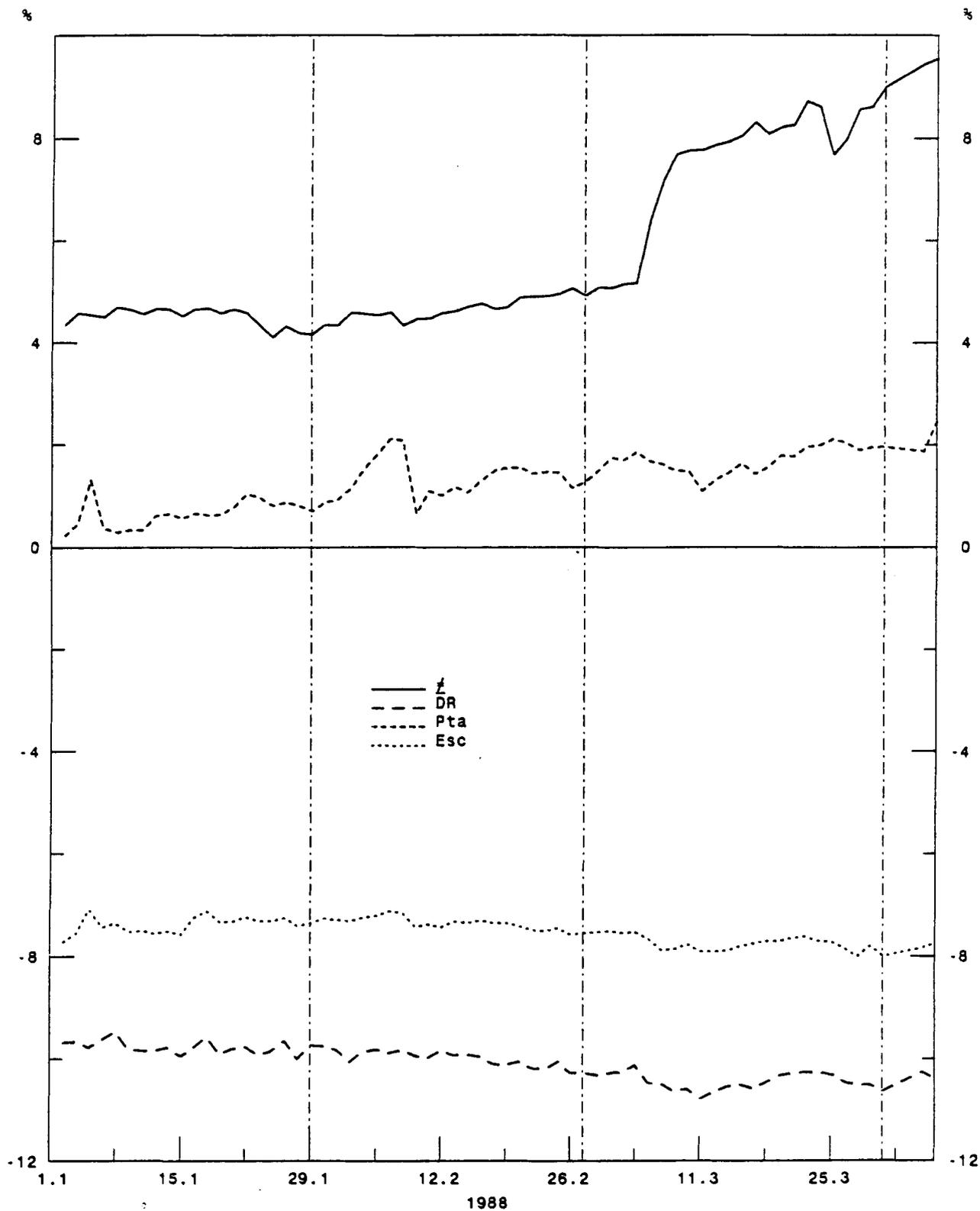


EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE*



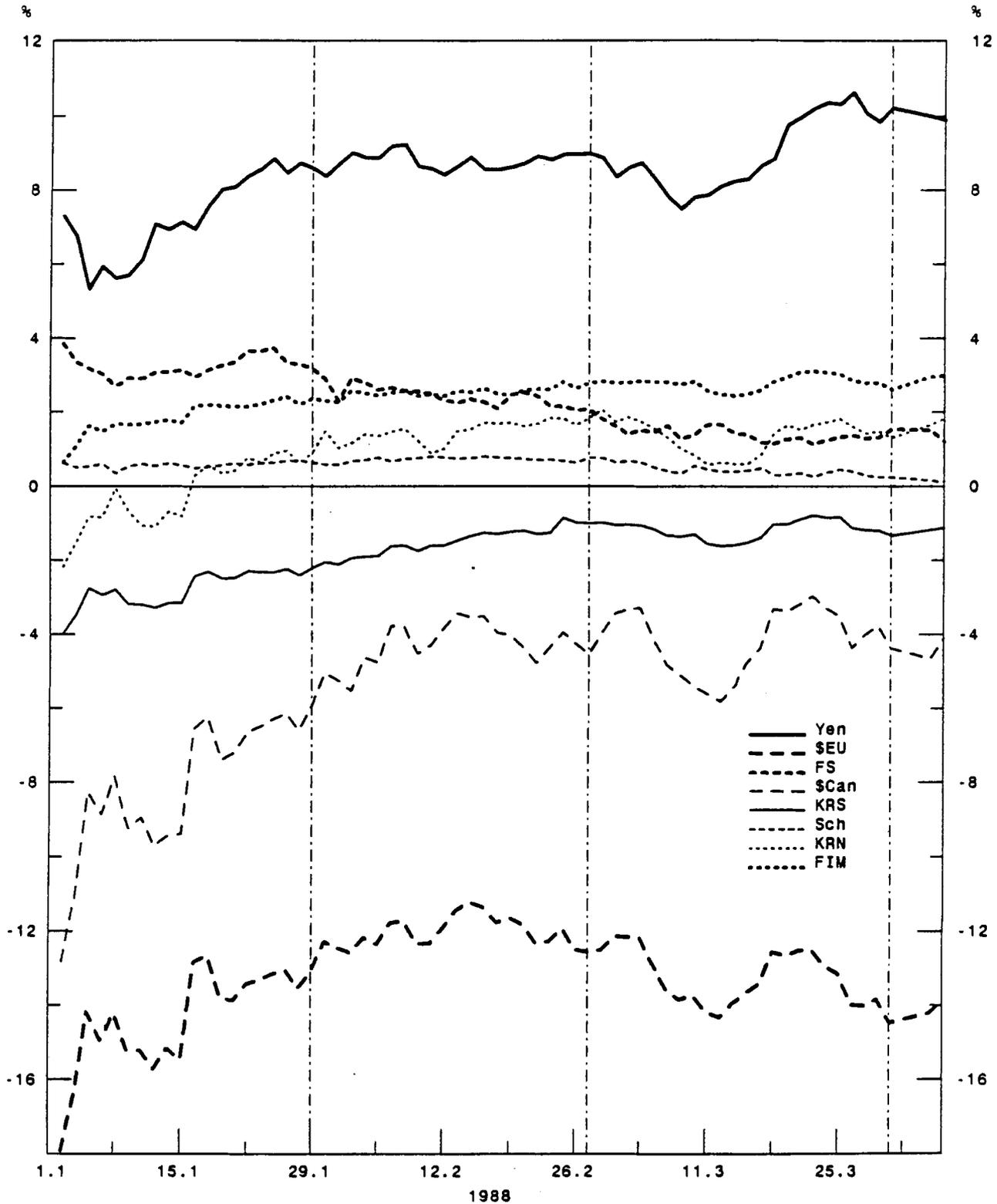
* L'indicateur de divergence a pour but de mesurer, sur une base comparable pour toutes les monnaies participant au mécanisme de change européen, la position d'une monnaie vis-à-vis de son cours-pivot ECU. L'écart maximal de divergence est le pourcentage maximal par lequel le cours de marché de l'ECU 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 PESEÑA ET DE
L'ESCUDO PAR PAPPORT 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 HORS CEE PARTICIPANT A LA
CONCERTATION PAR RAPPORT A L'ECU SUR LA BASE DES COURS DU MARCHÉ
RELEVÉS 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.