

12 mars 1991

Confidentiel

Texte définitif

(Traduction)

PROCES-VERBAL

DE LA 252ème SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS  
DES BANQUES CENTRALES DES ETATS MEMBRES  
DE LA COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE

TENUE A BALE, LE MARDI 12 FEVRIER 1991 A 9 H 30

---

Table des matières

	<u>Page</u>
I.        Approbation du procès-verbal de la 251ème séance .....	1
II.       Surveillance des développements et des politiques écono- miques et monétaires dans la CEE sur la base de: .....	1
1.    Exposé de M. Dalgaard .....	1
2.    Exposé de M. Rey .....	4
3.    Discussion par le Comité .....	6
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 con- certation au cours du mois de janvier 1991 et des premiers jours de février .....	12
IV.      Union économique et monétaire .....	13
1.    Achèvement du projet de statuts .....	13
2.    Conférence intergouvernementale .....	14
V.        Evolution récente dans l'utilisation de l'écu privé et action des autorités .....	18
1.    Exposé de M. Dalgaard .....	18
2.    Exposé de M. Rey .....	19
3.    Discussion par le Comité .....	20
VI.      Autres questions relevant de la compétence du Comité .....	21
1.    Surveillance multilatérale (séance du Conseil ECOFIN du 28 janvier 1991) .....	21
VII.     Date et lieu de la prochaine séance .....	21

\* \* \*

La liste des participants est jointe en annexe.

I. Approbation du procès-verbal de la 251ème séance

Le Comité approuve le procès-verbal de la 251ème séance, sous réserve de l'incorporation des modifications d'ordre rédactionnel dans le texte définitif.

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

- Préparation par le Sous-Comité de politique des changes (surveillance) et discussion par le Comité des Suppléants;
- Graphiques et tableaux

1. Exposé de M. Dalgaard

Le Groupe de surveillance a principalement porté son attention sur la nouvelle baisse du dollar EU et sur la situation dans le mécanisme de change du SME après le relèvement des taux directeurs allemands le 1er février 1991.

Au cours du second semestre de 1990, le dollar EU a reculé d'environ 15 points par rapport au deutsche mark. Il s'est légèrement redressé en décembre 1990 et au début de janvier 1991, mais depuis le déclenchement de la guerre du Golfe il s'est à nouveau affaibli, tombant à son plus bas niveau historique au début du mois de février et s'établissant par moments en dessous de DM 1,45. Plusieurs raisons expliquent ce recul: nouveaux signes d'affaiblissement de l'économie américaine; incidence de la guerre du Golfe; difficultés du système bancaire américain. Début février, le relèvement des taux directeurs allemands et la réduction du loyer de l'argent aux Etats-Unis se sont traduits par un élargissement de l'écart des taux à court terme, de sorte que le taux d'intérêt à trois mois du dollar EU s'est établi à 2,5 points en dessous de celui du deutsche mark. De ce fait, le taux de change dollar EU/deutsche mark est tombé à moins de DM 1,46 le 4 février 1991. En conséquence, le Federal Reserve Board est intervenu pour soutenir les marchés. Durant la semaine suivante, les interventions à l'achat se sont élevées à près de \$EU 2,25 milliards, dont un montant de \$EU 1 milliard a été acquis par le Federal Reserve Board, le reste étant le fait de quatorze banques centrales du groupe de concertation. La quasi-totalité des interventions ont été effectuées contre deutsche marks. La raison de l'intervention du Federal Reserve Board est la

conviction que le dollar EU a atteint un niveau assurant la compétitivité des Etats-Unis et que tout nouvel affaiblissement ne ferait qu'amplifier les pressions inflationnistes; conformément à la déclaration des pays du Groupe des Sept, le Federal Reserve Board en est venu à estimer qu'un effort s'imposait pour stabiliser les marchés des capitaux. Un certain nombre de banques centrales de la Communauté se sont également préoccupées de l'incidence d'un dollar EU faible et ont estimé qu'il serait préférable que la chute de la monnaie américaine s'arrête. Elles étaient, en outre, d'avis que le dollar EU devait bénéficier du soutien d'autres mesures. A cet égard, cependant, la situation est quelque peu contradictoire, en ce sens que les autorités américaines ont abaissé les taux d'intérêt sur le plan interne et que des déclarations ont fait état de la possibilité de nouvelles réductions. A en juger d'après les prises de position de personnalités américaines, y compris le Secrétaire du Trésor, les autorités des Etats-Unis ne semblent pas particulièrement préoccupées par le taux de change du dollar EU. En dépit de ce handicap, les interventions ont eu un certain impact sur le marché, et il a été possible de maintenir le dollar EU au même niveau au cours de la semaine suivante. Si les banques centrales n'étaient pas intervenues, les marchés auraient pu interpréter cette inaction comme un entérinement de la baisse du dollar EU.

Les interventions ont été effectuées la plupart du temps au moment de l'ouverture des marchés américains, c'est-à-dire l'après-midi, heure centrale d'Europe. Le Groupe de surveillance est d'avis qu'il aurait probablement été souhaitable que les interventions ne soient pas tellement prévisibles. Il s'est demandé quelles étaient les chances de stabiliser le dollar EU uniquement au moyen d'interventions: cela pourrait se faire si les marchés se rendaient compte que le dollar EU se trouve d'ores et déjà près de son minimum, qu'une reprise de l'activité se manifesterait aux Etats-Unis - après une victoire rapide dans la guerre du Golfe - et que les taux d'intérêt remontent aux Etats-Unis du fait de la progression des dépenses de consommation. De plus, il ne faudrait pas qu'il y ait de nouvelles déclarations dommageables de la part de représentants américains, ni de hausses supplémentaires des taux d'intérêt en Europe. D'un autre côté, si de telles interventions n'étaient pas attendues, il y aurait le risque de voir le dollar EU continuer son mouvement de baisse.

Le yen japonais est demeuré relativement stable ces derniers temps vis-à-vis du deutsche mark et s'est donc raffermi envers le

dollar EU. La non-participation de la Banque du Japon aux interventions concertées ne suscite pas d'objection puisque le souhait n'a pas été émis d'empêcher l'appréciation du yen, qui est demeuré nettement plus faible par rapport aux monnaies européennes qu'en 1988-89.

Au sein du mécanisme de change du SME, la situation a été relativement calme en janvier. Début février, la bande étroite s'est légèrement élargie. L'événement majeur a été le relèvement - de 0,5 point - des taux directeurs de la Deutsche Bundesbank à compter du 1er février 1991. Contrairement à ce qui s'est passé début novembre, il n'y a pas eu d'incidence générale sur les taux d'intérêt du marché allemand, qui avaient amorcé au milieu du mois de janvier une baisse qui s'est poursuivie en février. En conséquence, les positions relatives au sein du mécanisme de change ne se sont guère modifiées. Le franc belge est demeuré la monnaie la plus forte et le florin néerlandais s'est maintenu près de sa parité avec le deutsche mark. L'écart entre ces trois monnaies et les autres monnaies du mécanisme de change s'est toutefois quelque peu accentué.

La stabilité au sein du mécanisme de change a été réalisée en dépit du fait que la plupart des membres de ce mécanisme ont laissé les écarts de taux d'intérêt se rétrécir par rapport à l'Allemagne. Seule la Nederlandsche Bank a relevé ses taux directeurs mais, comme en Allemagne, les taux du marché monétaire ont également reculé. L'incidence de l'augmentation des taux allemands s'est principalement fait sentir en Italie et au Royaume-Uni. La Banca d'Italia a estimé nécessaire de réaffirmer au marché son intention de poursuivre une politique monétaire restrictive, laissant ainsi monter les taux d'intérêt à court terme. Cela a permis de stabiliser la lire sans recourir aux interventions. Au Royaume-Uni, la Banque d'Angleterre a dû intervenir épisodiquement puisque la hausse des taux d'intérêt allemands s'est ajoutée à une série d'événements qui avaient d'ores et déjà tendance à affaiblir la livre sterling: chute du dollar EU, fléchissement des prix pétroliers et fortes anticipations d'une réduction des taux d'intérêt internes.

La peseta espagnole a continué d'afficher une assez grande vigueur. L'écart entre la peseta et la livre sterling s'est accru et dépasse à présent 5,0 points. Le Banco de España a décidé d'abolir la séance officielle de cotation à Madrid à compter de mars 1991, suivant en cela l'exemple de la Nederlandsche Bank et de la Banque Nationale de Belgique. Le taux de change effectif de la drachme grecque s'est

considérablement déprécié depuis le déclenchement des hostilités dans le Golfe, en raison notamment des craintes de répercussions sur le tourisme. L'escudo portugais a fluctué en accord avec la politique de taux de change plus souple mise en oeuvre par les autorités, mais ces variations sont demeurées dans des limites raisonnables.

## 2. Exposé de M. Rey

Les Suppléants ont examiné l'évolution de la situation et des politiques sur les marchés des changes dans le contexte des événements politiques qui, à court terme, ont fortement pesé sur le comportement des principales monnaies.

Ils ont porté leur attention sur quatre domaines principaux de préoccupation:

Premièrement, en ce qui concerne le dollar EU, il a été constaté que les instruments utilisés pour influencer le taux de change ont exercé leur action dans des directions différentes. L'écart de taux d'intérêt à court terme par rapport aux monnaies européennes a nettement évolué dans un sens défavorable au dollar EU, et les remarques de représentants du Trésor des Etats-Unis ont donné à entendre qu'il y aurait de nouveaux mouvements dans la même direction. Suite à la récente dépréciation, les autorités américaines se sont déclarées préoccupées par le niveau du taux de change du dollar EU et plusieurs Suppléants sont d'avis qu'une nouvelle baisse de la monnaie américaine ne serait guère indiquée, compte tenu notamment de l'avantage concurrentiel dont bénéficient actuellement les Etats-Unis; cependant, toute action - spécialement sous forme d'interventions - ne peut être efficace que si des signaux cohérents proviennent de l'autre côté de l'Atlantique.

Cette observation conduit au deuxième domaine de préoccupation, à savoir l'efficacité du processus de coordination internationale, en particulier au sein du Groupe des Sept. Une observation: si les autorités ne sont pas disposées à modifier leur politique budgétaire à un moment où la politique monétaire est orientée vers des objectifs internes, les possibilités de coordination des politiques à l'échelle internationale sont fort réduites. De ce fait, l'action que peut entreprendre le Groupe des Sept pour calmer les attentes des marchés des changes se voit soumise à de sérieuses limitations. D'autres remarques ont porté sur l'efficacité des interventions effectuées au cours de la semaine précédente. Des doutes ont

été exprimés au sujet de leur bien-fondé, étant donné les signaux discordants qui sont parvenus des Etats-Unis. Plusieurs Suppléants ont évoqué la possibilité d'améliorer les conditions techniques dans lesquelles de telles interventions concertées sont effectuées, en ce qui concerne notamment le moment où elles sont entreprises; d'autres ont le sentiment que de tels facteurs sont peu importants eu égard aux questions plus vastes soulevées dans ce contexte. L'abstention du Japon de ces interventions concertées doit être considérée comme justifiée, mais ce jugement pourra être revu si le dollar EU se voit soumis à de nouvelles pressions.

Le troisième domaine de préoccupation concerne le mécanisme de change du SME. Si la situation au sein de ce dernier est demeurée assez satisfaisante, les disparités conjoncturelles ont eu tendance à s'accroître et peuvent créer des tensions susceptibles de menacer la stabilité des taux de change.

Une fois de plus c'est la situation en Allemagne qui a attiré l'attention; si la modification des taux directeurs a été généralement bien comprise, quelques doutes ont toutefois été émis en ce qui concerne le degré de dynamisme de l'économie allemande. Le Suppléant allemand indique que les chiffres les plus récents ne traduisent, jusqu'à présent, aucun signe d'affaiblissement de la pression exercée par la demande sur les capacités de production. C'est ce qui explique les appels répétés en faveur d'une politique budgétaire prudente en Allemagne; les Suppléants ont été informés que des progrès dans ce domaine seront réalisés, du moins au niveau fédéral.

Parmi les autres possibilités de faire face aux divergences conjoncturelles sans provoquer de perturbations dans les relations au sein du mécanisme de change, le délégué britannique a souligné l'avantage que l'on peut tirer de l'exploitation accrue de la largeur de la bande, comme cela a été observé récemment. Cette possibilité a permis d'atténuer les tensions sans compromettre la crédibilité de la politique de change.

Le dernier domaine de préoccupation concerne les pays de la Communauté non membres du mécanisme de change. La drachme grecque a été soumise récemment à de vives pressions et, en dépit d'interventions répétées, elle a perdu près de 2% en termes effectifs; les raisons mentionnées sont la perspective de voir la guerre du Golfe exercer une incidence défavorable sur les recettes touristiques et le montant élevé de remboursements à des non-résidents d'obligations d'Etat en écus venant à échéance.

Au Portugal, l'excédent de la balance des paiements courants enregistré en 1990 a conduit les autorités à tolérer une certaine appréciation de l'escudo, comme on l'a constaté au cours des derniers mois.

3. Discussion par le Comité

M. Hoffmeyer déclare qu'une distinction peut être établie entre les interventions effectuées sur des marchés désordonnés et celles qui sont rendues nécessaires du fait des différences dans les données fondamentales. On ne peut pas considérer qu'au cours de la semaine précédente les marchés aient été désordonnés; il a donc dû s'agir de l'influence de données fondamentales. Dans ce cas, les interventions ne résoudreont pas le problème, à moins qu'elles ne soient accompagnées de mesures appropriées de politique économique. Il met en doute, par conséquent, le bien-fondé des interventions récentes.

En sa qualité de Président de la Deutsche Bundesbank, le Président explique que, lors de la récente réunion du Groupe des Sept, il a recommandé de ne pas susciter d'attentes que les membres ne peuvent satisfaire du fait de l'évolution des données fondamentales dans la direction opposée. Avant cette réunion les marchés étaient plutôt calmes, malgré la guerre du Golfe et l'élargissement de l'écart de taux d'intérêt négatif du dollar EU. La réunion du Groupe des Sept et le communiqué qui s'ensuivit ont pu contribuer à l'agitation des marchés, en révélant la préoccupation des autorités au sujet de l'évolution des taux de change. Il est intéressant de noter que l'écart de taux d'intérêt dollar EU/deutsche mark ne s'est élargi que dans le compartiment à court terme du marché; sur les échéances longues, il s'est rétréci. Plusieurs facteurs continuent à jouer en faveur du dollar EU: évolution politique en Europe de l'Est; situation en Allemagne, et en particulier déficit budgétaire croissant lié aux dépenses publiques et à la contribution à la guerre du Golfe; position manifestement "survendue" du dollar EU.

La Deutsche Bundesbank a participé aux interventions et continuera de le faire. Cependant, sa marge de manoeuvre est assez limitée. Etant donné le montant considérable de ses avoirs en dollars EU, il lui est difficile de l'accroître encore dans de fortes proportions. En outre, des interventions trop importantes pourront créer des difficultés pour la gestion des marchés et de la masse monétaires. Les autorités américaines détiennent, elles aussi, quelque DM 50 milliards de réserves en deutsche

marks. Le Président note que la quasi-totalité des interventions récentes en dollars EU ont été effectuées contre deutsche marks. Cela a facilité les efforts déployés par les pays partenaires pour maintenir la position de leur monnaie envers le deutsche mark et pour éviter d'influencer directement les conditions du marché.

La raison à l'origine du relèvement des taux directeurs allemands - qui n'a pas entraîné une augmentation des taux d'intérêt du marché - n'est pas le resserrement de la politique monétaire, mais plutôt la nécessité de reprendre la maîtrise des marchés monétaires où les taux avaient dépassé le taux lombard. Il a fallu également relever le taux d'escompte du fait de l'écart trop important entre ce dernier et le taux lombard. Suite à l'ajustement des taux directeurs, la Deutsche Bundesbank a fourni des pensions à un taux fixe de 8,5% en vue d'indiquer le niveau préféré des taux du marché monétaire. Elle a aussi voulu donner un signal au gouvernement et aux partenaires sociaux en ce qui concerne l'ampleur des revendications et des augmentations salariales. Le Président dit avoir été quelque peu troublé et surpris par la réaction en dehors de l'Allemagne, où certains pays n'ont apparemment pas pris en compte la nature complexe de la situation en Allemagne et où l'on ne comprend pas toujours que la philosophie qui soutient la politique monétaire est axée sur la masse monétaire et non sur le taux de change. La crédibilité de la politique monétaire en Allemagne ne sera préservée que si l'objectif de masse monétaire est atteint.

M. Verplaetse déclare que le franc belge a continué de faire preuve d'une assez grande fermeté, en raison des bonnes performances de l'économie et de la confiance des marchés des capitaux dans la politique monétaire de la Belgique. Etant donné la taille de l'économie belge et son degré d'ouverture sur l'extérieur, il ne serait guère utile de fixer un objectif monétaire. En revanche, la politique d'alignement du franc sur les monnaies européennes fortes a été poursuivie.

Récemment, les autorités belges ont achevé leur réforme des instruments de politique monétaire. En Belgique, quelque FB 400 milliards de monnaie sont en circulation. La Banque Nationale de Belgique détient deux tiers de ses actifs sous forme d'avoirs extérieurs et un tiers sous forme d'actifs internes. Ces derniers étaient constitués essentiellement, jusqu'à ces derniers temps, de créances sur le Trésor, lequel a, en outre, accès au crédit de banque centrale par le biais d'une facilité auprès du Fonds des Rentes d'un montant maximum de FB 110 milliards. Suite à la

récente réforme, la ligne de crédit sur le Trésor a été ramenée à un maximum de FB 20 milliards, dont FB 2 milliards seulement ont été tirés depuis la mise en application de la nouvelle politique. Ceci signifie que la Banque Nationale de Belgique a réduit le financement monétaire à pratiquement zéro, en prévision des normes qui seront fixées pour les étapes ultérieures de l'Union économique et monétaire.

C'est dans ce cadre que le taux des avances - qui avait déjà été considéré comme trop élevé - a été relevé de 0,5 point. Si la réforme elle-même ne requiert plus, de la part de la Banque, la publication des taux directeurs, il a été estimé nécessaire de réintroduire le taux des avances pour éviter toute ambiguïté au sujet de l'orientation fondamentale de la politique monétaire. Cependant, les taux du marché monétaire n'ont pas augmenté; ils ont même commencé à baisser. En effet, du fait de la confiance qu'inspire la politique des autorités, le taux auquel la banque centrale a injecté des fonds dans le marché a pu baisser de 0,5 point en l'espace de deux semaines. Le relèvement des taux allemands n'a pas créé de difficultés majeures pour les autorités belges. Il convient d'inviter la Deutsche Bundesbank à poursuivre une politique monétaire stricte et d'inciter le gouvernement et les partenaires sociaux à faire preuve de modération, car le succès de l'Allemagne dans la lutte contre l'inflation sera également profitable aux autres pays européens.

M. Chalikias indique que la drachme a été soumise à de vives tensions en janvier, se dépréciant assez fortement malgré les interventions répétées de la Banque de Grèce. La pression reflète en partie des prévisions défavorables liées à la crise du Golfe et l'incidence, probablement négative, de celle-ci sur les recettes du tourisme. Elle s'explique également par un remboursement massif d'obligations d'Etat indexées sur l'écu à des non-résidents. L'évolution récente ne traduit pas une modification de la politique des changes; la dépréciation de la drachme ne compensera pas intégralement l'écart d'inflation et la politique des changes continuera à revêtir un caractère anti-inflationniste. Les taux d'intérêt nominaux sont demeurés élevés, tandis que les taux réels ont augmenté. Le taux annuel d'inflation a atteint un maximum de 22,8% en décembre 1990 et a reculé d'environ 1 point, à 21,7%, en janvier 1991. Certains signes donnent à penser que l'inflation se ralentira au cours des prochains mois. Le rendement réel élevé escompté sur les titres d'Etat explique l'essor de la demande et a permis au gouvernement de céder régulièrement au public des

obligations libellées en drachmes. Cette évolution a contribué à une nouvelle décélération de l'expansion monétaire.

Le dosage des moyens d'action laisse nettement à désirer en Grèce; depuis un certain nombre d'années, la politique monétaire a suivi une orientation restrictive, tandis que la politique budgétaire a été manifestement trop expansionniste. Le gouvernement a remédié à cet état de choses dans le cadre d'un programme de stabilisation sur trois ans, prévoyant une réduction substantielle du déficit budgétaire. Les taux d'intérêt sur les découverts auprès de la Banque de Grèce se situent à présent à 30%, ce qui a permis de diminuer considérablement la liquidité dans le secteur privé. M. Chalikias estime que la politique monétaire a atteint ses limites et que le principal problème qui se pose au gouvernement est de comprimer le déficit public.

M. Leigh-Pemberton est d'avis que, en l'absence d'indications ou d'interventions appropriées de la part des autorités, on peut affirmer que les marchés risquent de s'emballer ou de surréagir dans une situation donnée; dans de telles circonstances, les autorités ont leur rôle à jouer.

Au Royaume-Uni, on se préoccupe de plus en plus d'une accélération et d'une aggravation de la récession et l'on redoute qu'elle ne se prolonge plus longtemps que prévu initialement. L'expansion des agrégats monétaires s'est considérablement ralentie, puisque  $M_0$  est revenu dans sa fourchette-objectif et  $M_4$  affiche une croissance négative au cours du dernier mois recensé. Le chômage s'est accru et des enquêtes sur l'opinion des milieux d'affaires font état d'une baisse de la confiance. Dans ces conditions, on pouvait raisonnablement penser que l'économie du Royaume-Uni tirerait avantage d'une diminution des taux d'intérêt. La raison pour laquelle il n'a pas été procédé à une telle réduction s'explique par l'engagement des autorités britanniques envers le mécanisme de change et la position décevante de la livre sterling au sein de ce mécanisme. Cette évolution peut toutefois être due au fait que les marchés avaient déjà anticipé une baisse des taux d'intérêt. Tant que cette attente ne sera pas satisfaite, la livre continuera de se maintenir au plancher de la bande; devant ce dilemme, il a été difficile de mettre en oeuvre la réduction qui s'imposait. Les autorités attendaient un moment favorable pour procéder à une diminution dans le cadre des contraintes du mécanisme de change. Une telle possibilité s'est présentée il y a deux semaines, mais le relèvement des taux en Allemagne et leur réduction aux Etats-Unis ont fait échouer

cette action. Il est de notoriété que l'évolution de la livre est généralement plus proche de celle du dollar EU que des autres monnaies européennes et l'on peut sans doute affirmer sans risque de se tromper que la faiblesse du dollar EU a amplifié les problèmes de la livre sterling. En conséquence, l'indifférence des autorités américaines envers le recul du dollar EU a été jugée particulièrement décevante pour le Royaume-Uni.

En ce qui concerne la décision allemande de relever les taux d'intérêt, M. Leigh-Pemberton se demande s'il n'y a pas un meilleur système pour conduire la politique monétaire que de recourir à trois taux d'intérêt différents fonctionnant en même temps. Il est indéniable qu'une modification du taux lombard allemand revêt une signification internationale, spécialement pour les taux de change.

M. de Larosière déclare que la hausse des taux d'intérêt allemands a illustré, dans une certaine mesure, la rigueur de la politique monétaire allemande. Elle a en outre mis en lumière le déséquilibre entre les diverses composantes de la politique économique allemande. Un tel dosage, qui met trop l'accent sur la politique monétaire pour opérer l'ajustement, peut avoir des conséquences négatives pour la cohésion européenne. Tout pays dont la monnaie joue le rôle d'ancre et qui ne met pas en oeuvre un dosage équilibré des moyens d'action risque d'altérer la cohésion des monnaies de ses partenaires. Dans le cas de la France, aucune raison d'ordre interne n'incite à suivre la hausse des taux d'intérêt allemands. Du fait de l'écart de taux entre les deux pays et de l'évolution modérée de la masse monétaire en France, aucune hausse des taux d'intérêt ne pourrait être justifiée et, de plus, l'économie ne présente pas de déséquilibre fondamental. Des efforts notables ont été déployés pour sauvegarder le franc français au sein du mécanisme de change et pour préserver l'aptitude des autorités à réagir de façon souple sur une base journalière.

Le dollar EU s'est senti de la modification des taux allemands et américains vers la fin du mois. M. de Larosière estime qu'il n'y a pas de raison fondamentale pour que le dollar EU tende à la baisse. Les conditions de refinancement mises en place par le Trésor des Etats-Unis ont indiqué qu'il n'y avait pas de sorties massives de capitaux. Le dollar EU s'est suffisamment déprécié aux yeux du marché. Cependant, M. de Larosière est d'avis que, dans certaines circonstances, des repères doivent être fixés pour éviter de donner l'impression aux marchés qu'il n'y a pas ou peu de contrôle. On peut s'interroger sur la valeur des interventions; mais

lorsque la décision a été prise d'intervenir, il est préférable d'effectuer l'opération de manière professionnelle et concertée, et de ne pas s'en remettre entièrement aux marchés. A cet égard, il est reconnaissant à M. Dalgaard pour le rôle qu'il a joué en rapprochant les techniciens des marchés des changes; les techniques ont été améliorées. Si cela permet aux banques centrales d'intervenir sans utiliser des montants excessivement élevés, on peut considérer qu'il s'agit effectivement d'un résultat positif. En outre, il ne servirait à rien d'informer les marchés à l'avance sur la politique d'intervention à mettre en oeuvre. Il regrette qu'une telle déclaration ait été faite par un haut responsable d'un Etat membre la veille de la réunion des Gouverneurs.

M. Ciampi déclare qu'il semble y avoir un vaste consensus pour que les banques centrales, en consultation avec la Réserve fédérale, continuent d'intervenir pour soutenir le dollar EU. On ne peut pas inverser la tendance du marché; il importe donc de ne pas intervenir avec des montants élevés, mais de choisir soigneusement le moment le plus approprié pour donner le signal correct. On ne peut probablement empêcher des spéculateurs de profiter des interventions des banques centrales. Cependant, pour une question de fond et d'image, il est essentiel de montrer aux marchés qu'une telle action est coordonnée.

Dans le cas de l'Italie, suite au relèvement des taux allemands, la Banca d'Italia a réagi rapidement et la lire s'est stabilisée sans interventions après la hausse des taux du marché. Sur le plan interne, on constate un ralentissement de l'économie réelle. L'accroissement du crédit interne et de la masse monétaire en décembre est attribuable en partie aux opérations d'habillage de bilans de fin d'année des banques et en partie à une expansion anormalement forte de la demande de liquidités, dont on essaiera de connaître la raison.

M. Tavares Moreira indique que, contrairement aux prévisions, la balance des paiements courants du Portugal a dégagé un excédent aussi bien en 1989 qu'en 1990. Cette situation a joué en faveur de la nouvelle politique de taux de change mise en oeuvre depuis août 1990. En octobre, le panier de monnaies retenu pour le calcul de l'objectif de taux de change de l'escudo a été modifié. Les gains de productivité dans le secteur des biens échangeables à l'échelle internationale ont été élevés et se sont ressentis favorablement de l'essor des investissements au cours des cinq années passées. L'efficacité de la nouvelle politique des changes peut être

illustrée par la divergence de prix entre le secteur des biens échangeables et celui des biens non échangeables. Dans ce dernier secteur, la hausse a été plus du double que dans le premier à fin 1990. Malgré deux élections en 1990, le Banco de Portugal, en coopération avec le Ministère des Finances, s'est efforcé de contrôler strictement les conditions monétaires. On escompte, en 1991, une inflation sensiblement inférieure à celle de 1990.

Le Président, répondant aux questions posées au sujet de la situation en Allemagne, souligne que les taux d'intérêt à long terme sont plus bas qu'en mai 1990. Ce résultat est remarquable compte tenu de la vigueur de l'activité économique et des effets de l'unification. Concernant les observations de M. Leigh-Pemberton, il déclare que des études avaient été effectuées en vue de l'introduction éventuelle d'un taux lombard souple selon le modèle suisse; pour des raisons institutionnelles, cela n'a pas été accepté par le Conseil de la Deutsche Bundesbank. Le Comité a déjà examiné le dosage des moyens d'action en Allemagne et la plupart des membres connaissent également le point de vue de la Deutsche Bundesbank. On observe cependant que la politique budgétaire est soumise à de fortes pressions par suite du processus d'unification, de la guerre du Golfe et de l'aide aux pays d'Europe de l'Est. Il convient de souligner en même temps que le dosage actuel comporte des avantages considérables pour les économies des partenaires commerciaux de l'Allemagne.

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 janvier 1991 et des premiers jours de février

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

IV. Union économique et monétaire

1. Achèvement du projet de statuts

a) Exposé de M. Rey

Conformément au mandat du Comité des Gouverneurs, les Suppléants ont repris leur travail sur l'achèvement du projet de statuts. La discussion a porté principalement sur les dispositions relatives à la répartition des revenus (article 32), dont l'examen avait été précédemment reporté par les Gouverneurs.

La répartition des revenus est une question complexe et nécessite une analyse complémentaire. Compte tenu du rythme de changement et du fait que tout système conçu pour la répartition des revenus n'entrera pas en vigueur avant plusieurs années, quelques Suppléants se demandent s'il est concevable de rédiger l'article 32 de telle façon qu'une décision sur cette question puisse être renvoyée à un stade ultérieur. L'opinion générale des Suppléants est que la Conférence intergouvernementale (CIG) n'acceptera probablement pas un projet qui se contente de remettre à plus tard un accord sur des dispositions fondamentales régissant la répartition des revenus. Il est toutefois admis qu'une certaine prudence s'impose pour assurer la souplesse requise; on pourrait par exemple conférer au Conseil une marge de manoeuvre dans l'application des dispositions et s'assurer que celles-ci soient elles-mêmes modifiables, peut-être sur la base d'une procédure d'amendement simplifiée applicable aux autres articles du projet de statuts.

Les Suppléants se sont efforcés de parvenir à un accord sur les principes directeurs auxquels devrait obéir le mécanisme et sur la manière d'organiser le travail futur en vue de transformer ces principes en dispositions opérationnelles. Les deux principes importants régissant la répartition des revenus devront être la cohérence et l'équité. Le premier signifie que les considérations relatives à la répartition des revenus ne devront pas empêcher la mise en oeuvre efficace d'une politique monétaire destinée à réaliser la stabilité des prix. Le second suppose qu'une procédure de répartition juste des revenus soit mise en place. A cet égard, on note qu'une distinction peut être faite entre le seigneurage et les autres revenus, par exemple ceux provenant de la rémunération du capital.

Pour ce qui est de la procédure à suivre, les Suppléants ont chargé le Secrétaire Général d'élaborer une note sur les principes

directeurs et les caractéristiques opérationnelles essentielles du Système régissant la répartition des revenus. Cette note formera la base d'une étude analytique approfondie confiée à un groupe de travail spécial, dont la composition reste à déterminer par le Comité des Suppléants en consultation avec le Secrétaire Général.

b) Discussion par le Comité

Le Comité souscrit aux propositions des Suppléants et leur demande de poursuivre leur travail sur l'achèvement du projet de statuts. Le Président espère que le Comité des Gouverneurs pourra parvenir à un vaste consensus sur les points qui restent à régler.

M. Leigh-Pemberton déclare que les gouvernements et les Trésors attachent un grand intérêt à l'article 32. Pour les banques centrales, en revanche, la question importante est de savoir dans quelle mesure le seigneurage et les autres éléments de revenu affecteront l'efficacité et l'efficacité du Système.

2. Conférence intergouvernementale

Le Président prend acte du rapport écrit préparé par le Secrétaire Général sur la CIG et invite M. Delors à rendre compte de l'état des discussions.

a) Exposé de M. Delors

Lors de la dernière réunion de la CIG, les délégations britannique, espagnole et française ont soumis des propositions de Traité. La CIG a exprimé sa satisfaction pour le travail effectué par le Comité des Gouverneurs et a décidé de retenir le projet de statuts comme base de discussions. Deux méthodes de travail ont été envisagées: les Ministres revoient les points sur lesquels aucun accord n'a été réalisé ou examinent chaque article du projet à tour de rôle. C'est la seconde méthode qui a été retenue. M. Delors indique qu'il aurait préféré la première, car elle aurait permis aux Ministres de se concentrer uniquement sur les questions en suspens.

Quant aux discussions, elles ont porté sur six domaines principaux:

i) Contenu de l'union économique: les politiciens ont insisté sur la nécessité d'un parallélisme entre l'union monétaire et économique. Un désaccord existe sur le degré de rigueur des règles dans le second domaine et un certain nombre de propositions ont été avancées à cet égard. Il conviendra également d'examiner les politiques en matière de concurrence, de même que les politiques communes qui devront être renforcées d'un point de vue institutionnel dans le cadre du Traité sur l'union politique.

ii) Cohésion économique et sociale: ce concept, qui figure dans l'Acte unique, est devenu la pierre angulaire psychologique d'un accord entre les douze Etats membres. Le Comité pour l'étude de l'union économique et monétaire est parvenu à la conclusion que l'UEM n'aggraverait pas les disparités qui existent entre les pays et les régions. Cependant, cette question donnera probablement lieu à d'intenses discussions politiques lorsque les perspectives financières de la Communauté pour la période 1993 à 1997 seront examinées au début de 1992.

iii) Politique monétaire extérieure: à cet égard, des différences considérables sont apparues entre les Etats membres, en ce qui concerne spécialement le partage des responsabilités de la politique des changes.

iv) Rôle de l'écu dans la progression vers l'UEM: l'attention des Gouverneurs est attirée sur la publication de diverses propositions récentes. Des différences d'opinions considérables persistent entre les Etats membres ainsi qu'un certain nombre de questions techniques difficiles à résoudre. Ce sera sans doute l'un des principaux points à examiner.

v) Deuxième étape de l'UEM: selon le rapport du Comité pour l'étude de l'union économique et monétaire, il pourra s'agir d'une phase courte durant laquelle le Système européen de banques centrales serait mis en place. Cela suppose que pendant la première étape la convergence entre les politiques économiques sera renforcée, que l'exercice de surveillance multilatérale sera couronné de succès et que les discussions de politique monétaire se dérouleront essentiellement au sein du Comité des Gouverneurs. A cet égard, M. Delors souligne qu'il a été frappé par le fait que la question de la première étape a totalement disparu des débats à la CIG; l'impression est donnée que l'UEM prendra effet au 1er janvier 1994; si cette impression est maintenue, le débat se trouve complètement faussé et peut se révéler être un handicap pour le succès du travail de la CIG.

vi) Institutions et légitimité démocratique: on note ici un lien étroit avec la Conférence sur l'union politique. Des tensions existent actuellement entre les pays membres en ce qui concerne la philosophie sous-jacente des institutions. Les positions se sont durcies sur le plan dogmatique et doctrinaire et des efforts considérables seront requis pour résoudre le problème. Ce sera la dernière question que devra examiner la CIG.

Pour ce qui est du rôle du Comité des Gouverneurs dans la CIG, M. Delors indique qu'il est important que les Gouverneurs continuent à être impliqués pour clarifier les choix, attirer l'attention sur telle et telle question et orienter les discussions. Le Comité constitue une partie intégrante de la structure communautaire. M. Delors espère que le Comité continuera d'être très actif et permettra d'orienter les discussions sans préjuger du résultat.

b) Exposé de M. Rey

Le Comité des Suppléants a exprimé sa reconnaissance au Secrétaire Général pour les rapports écrits et oraux sur les premières séances de travail de la CIG et l'a encouragé à poursuivre ses comptes rendus dans le même esprit.

Sur la base de ce rapport les Suppléants concluent qu'il n'est pas nécessaire que le Comité des Gouverneurs entreprenne une action dans l'immédiat.

La plupart des Suppléants estiment cependant indiqué que le Comité des Gouverneurs se penche sur les questions soulevées par la deuxième étape et en particulier sur les propositions du Royaume-Uni, de l'Espagne et de la France. Compte tenu du calendrier de la CIG, un risque existe en effet de voir ces questions faire l'objet d'une négociation politique à un moment où le Comité des Gouverneurs n'aura plus le temps d'entreprendre un examen approfondi des questions techniques. Les Suppléants estiment donc souhaitable que le Comité des Gouverneurs puisse formuler son opinion, que ce soit de sa propre initiative ou à la demande de la CIG. Le Suppléant français est toutefois d'avis qu'il sera difficile d'examiner les questions relatives à la deuxième étape sans pouvoir disposer d'indications politiques sur la conception, la nature et la durée de l'étape en question.

c) Discussion par le Comité

M. Duisenberg déclare que la Nederlandsche Bank a des idées précises quant à la mise en place des arrangements futurs. Elle est activement engagée dans des discussions et des préparatifs à l'échelon national pour les séances de la CIG et fait partie des délégations néerlandaises aux deux niveaux. Il espère que d'autres banques centrales adopteront une approche similaire, ce qui ne semble pas le cas jusqu'à présent.

Le Président propose que le Comité attende jusqu'à ce que la CIG demande aux Gouverneurs d'entreprendre un travail supplémentaire. Il pense qu'il serait difficile de faire des propositions à la CIG qui pourraient être différentes des positions des gouvernements des membres concernés.

M. de Larosière déclare que la divergence entre les propositions du gouvernement français et celles du Comité des Gouverneurs donne un aperçu de l'indépendance intellectuelle de la Banque de France, qui n'est pas impliquée institutionnellement dans les négociations à la CIG. Il appartient aux gouvernements d'entreprendre les démarches nécessaires. A cet égard, il estime que le Comité devra achever les articles en suspens et être prêt à répondre aux questions soulevées par les négociateurs. Il hésite cependant à fournir les documents à la CIG sans disposer de directives politiques appropriées. Les Gouverneurs devront effectuer un travail sur les instruments devant conduire la Communauté à une politique monétaire globale, en créant par exemple un agrégat monétaire unique pour la Communauté.

M. Jaans ne pense pas que le Comité des Gouverneurs doive s'efforcer de réaliser la synthèse des diverses propositions qui ont été avancées pour la deuxième étape, bien qu'il faille en tenir compte. La CIG peut fort bien demander au Comité des Gouverneurs de donner son avis sur leurs implications opérationnelles le moment venu.

M. Ciampi indique que plusieurs chapitres des projets de statuts demeurent inachevés, par exemple ceux concernant les dispositions financières et les mesures de transition. Le besoin le plus urgent est d'achever ces deux sections.

Le Président convient que la CIG demandera probablement au Comité des Gouverneurs, et peut-être au Comité monétaire, de présenter des remarques sur certaines propositions; il pourra donc se révéler nécessaire d'étudier les questions et de mettre au point une réponse coordonnée. Tout en comprenant le point de vue de M. Ciampi, il a le sentiment - pour des

raisons en grande partie politiques - qu'il est préférable d'attendre une demande officielle de la part de la CIG avant d'examiner les arrangements pour la phase de transition. Il partage également le point de vue de M. de Larosière que le Comité doit se consacrer à l'amélioration de la coordination des politiques monétaires et à la mise au point d'indicateurs, d'objectifs et d'instruments cohérents de politique monétaire.

M. Duisenberg émet des doutes sur l'intérêt qu'il y a à étudier les diverses propositions, car il sera difficile à un membre du Comité des Gouverneurs d'examiner objectivement la proposition de son propre gouvernement. S'il était décidé de créer une institution durant la deuxième étape, il serait extrêmement utile de savoir si les projets de statuts sont dûment applicables à l'institution de cette étape, en s'inspirant peut-être de la récente note du Secrétariat. Cette opinion est partagée par M. de Larosière, qui réaffirme que le Comité doit se concentrer sur ces tâches fondamentales.

V. Evolution récente dans l'utilisation de l'écu privé et action des autorités

1. Exposé de M. Dalgaard

Le Sous-Comité de politique des changes a tenu une réunion pour examiner le rapport; les conclusions ont été mises au point par téléconférence. Le reste du rapport est soumis sous la propre responsabilité du Président.

Le rapport couvre la période fin juin 1989 - fin décembre 1990. Le Chapitre I présente un résumé succinct des évolutions financières et met principalement l'accent sur la poursuite de l'essor vigoureux du marché des capitaux de l'écu, en ce qui concerne surtout le marché des titres. Cependant, l'émission de titres d'Etat à court terme n'a pas connu d'expansion et l'utilisation de l'écu dans la facturation et le règlement des transactions commerciales ne s'est pas modifiée profondément, se maintenant à un très faible niveau. Le rapport aborde également la question de la compensation de l'écu et de l'introduction future d'une facilité d'intermédiation; il est souligné que le groupe de travail temporaire ad hoc sur les systèmes de paiement examinera cette question de façon plus approfondie.

Le Chapitre II analyse les transactions des banques centrales, en forte progression. Le volume accru d'interventions en écus est dû

essentiellement au fait que, dans certaines situations, l'utilisation de monnaies d'intervention traditionnelles n'était pas indiquée.

Le Chapitre III analyse l'évolution des taux d'intérêt et des taux de change en écus, qui constitue un élément particulièrement intéressant du rapport. L'évolution des taux d'intérêt de l'"écu marché" comparés aux taux théoriques et l'élargissement de l'écart de taux de change montrent que l'écu marché fait preuve d'une plus grande indépendance par rapport à sa définition panier que précédemment. Il en découle qu'il n'existe pas de lien institutionnel entre l'écu privé et son panier et que l'écu marché s'est comporté davantage comme une monnaie indépendante. Aucune institution ne surveille son évolution, de sorte que l'écart entre les taux du marché et sa valeur théorique n'est assujéti, en principe, à aucune limite.

Le Chapitre IV décrit les derniers obstacles qui s'opposent à l'utilisation de l'écu privé; dans l'ensemble, ils ne sont pas particulièrement lourds et n'entravent pas le développement de l'écu privé. Les conséquences éventuelles pour l'écu privé des propositions destinées à renforcer l'écu sont étudiées au Chapitre V. M. Dalgaard évoque l'argument préconisant une renonciation aux futures révisions du panier et une abolition de la définition panier.

M. Dalgaard passe également brièvement en revue les principales conclusions et recommandations du rapport. Il indique que les graphiques comportent désormais une page qui montre l'écart entre les taux de change et les taux d'intérêt ainsi que les interventions. Il mentionne aussi la proposition de diffuser la revue statistique séparée à des tiers intéressés.

## 2. Exposé de M. Rey

Les Suppléants rendent hommage au Sous-Comité de politique des changes pour leur excellent rapport et souscrivent largement à ses conclusions; deux réserves sont néanmoins exprimées. Le Suppléant allemand ne peut approuver le paragraphe 1.7 des conclusions, du fait surtout qu'il ne lui semble pas indiqué de fusionner les deux propositions de renforcement de l'écu aux fins de l'examen de leur incidence sur le marché de l'écu privé. Le délégué du Royaume-Uni élève des objections à l'encontre des conclusions concernant les propositions britanniques de renforcement de l'écu. Il estime que ces propositions ne soulèvent pas des problèmes

insurmontables pour les marchés existants de l'écu et conteste l'opinion selon laquelle l'écu lourd ne pourra pas concurrencer les monnaies les plus fortes du SME.

Un certain nombre de Suppléants souhaitent mettre l'accent sur l'observation présentée dans le rapport qui indique que les opérateurs sur le marché de l'écu et les banques centrales se rendent seulement pleinement compte maintenant que du fait de l'absence d'un lien institutionnel entre l'écu officiel et l'écu privé les valeurs de l'écu théorique et de l'écu marché peuvent à l'évidence s'écarter l'une de l'autre sans limite apparente. Il convient de surveiller cette évolution car, du fait de l'élargissement de l'écart entre l'écu marché et l'écu théorique, l'écu peut effectivement se transformer en une monnaie parallèle sans pilote; de l'avis de certains participants, cette situation pourra entraver le développement de l'utilisation de l'écu.

En ce qui concerne le suivi, les Suppléants approuvent les recommandations du rapport. Un Suppléant propose qu'une étude supplémentaire soit effectuée par le Sous-Comité, et ce dans deux domaines:

- élimination des obstacles à l'utilisation de l'écu privé;
- rôle que pourrait jouer une organisation efficiente du système de compensation de l'écu pour réduire l'écart entre la valeur théorique et la valeur de marché par le biais d'arbitrages plus efficaces.

Les Suppléants conviennent de recommander aux Gouverneurs d'autoriser la diffusion de la partie du rapport intitulée revue statistique à des tiers intéressés. Il a également été recommandé de mettre le rapport comme à l'accoutumée à la disposition du Comité monétaire.

### 3. Discussion par le Comité

M. Hoffmeyer observe que la majeure partie de l'accroissement des dépôts en écus privés auprès des banques a été le fait de banques centrales, qui se sont procuré ces avoirs dans le cadre d'emprunts d'Etat sur le marché des titres de l'écu. Les banques centrales ont utilisé une partie de leurs avoirs en écus pour les interventions lorsqu'elles ne disposaient pas d'autres monnaies à cette fin. Il déduit du rapport qu'il semble y avoir un lien entre les opérations des banques centrales et l'écart de l'écu.

M. Dalgaard déclare qu'il doit également y avoir un lien entre la forte demande des banques centrales de dépôts bancaires en écus et la prime de l'écu sur le marché des changes. D'autre part, l'utilisation accrue d'écus privés est due à l'augmentation de la demande d'obligations en écus, induite par l'évolution du marché et non par l'action des banques centrales.

Le Comité convient de mettre le rapport à la disposition du Comité monétaire. Il décide également de diffuser la revue statistique aux tiers intéressés.

VI. Autres questions relevant de la compétence du Comité

1. Surveillance multilatérale (séance du Conseil ECOFIN du 28 janvier 1991)

Le Président déclare qu'il a assisté à la séance du Conseil ECOFIN à Bruxelles le 28 janvier 1991, consacrée à la surveillance multilatérale conformément à l'article 1 de la Décision N° 90/11/CEE du 12 mars 1990. L'examen de cette question a débuté par des exposés de la Commission de la CE, du Comité monétaire et du Comité des Gouverneurs. En vue d'éviter des répétitions, il a abrégé ses remarques et espère que les membres les ont estimées équilibrées. Malheureusement, il n'y a pas eu de véritable discussion, ni de véritable réponse aux diverses présentations. Plusieurs représentants nationaux ont fait des déclarations, sans débat cependant. Côté positif, les critères servant aux Ministres des Finances à mesurer les performances économiques semblent être plus affinés que dans le passé. Au total, c'était un bon exercice qui s'améliorera au fil du temps.

VII. Date et lieu de la prochaine séance

La prochaine séance ordinaire du Comité se tiendra à Bâle, le mardi 12 mars 1991 à 9 h 30.

252ème SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS

LE 12 FEVRIER 1991

---

Sont présents:

Président du Comité des Gouverneurs	M. Pöhl
Banque Nationale de Belgique	M. Verplaetse M. Rey M. Michielsens
Danmarks Nationalbank	M. Hoffmeyer Mme Andersen
Deutsche Bundesbank	M. Tietmeyer M. Rieke
Banque de Grèce	M. Chalikias M. Papademos M. Karamouzis
Banco de España	M. Rubio M. Linde M. Durán
Banque de France	M. de Larosière M. Lagayette M. Cappanera
Central Bank of Ireland	M. Doyle M. Coffey M. Reynolds
Banca d'Italia	M. Ciampi M. Dini M. Santini
Institut Monétaire Luxembourgeois	M. Jaans
Nederlandsche Bank	M. Duisenberg M. Szász
Banco de Portugal	M. Tavares Moreira M. Borges M. Bento
Bank of England	M. Leigh-Pemberton M. Crockett M. Foot
Commission des Communautés européennes	M. Delors M. Pons
Président du Sous-Comité de politique des changes	M. Dalgaard
Secrétariat du Comité des Gouverneurs	M. Baer M. Scheller M. Guiomard