

46922

10 septembre 1992

Confidentiel

Final

(Traduction)

PROCES-VERBAL

DE LA 268ème SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS
DES BANQUES CENTRALES DES ETATS MEMBRES
DE LA COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE

TENUE A BALE, LE MARDI 14 JUILLET 1992 A 9 H 30

Table des matières

	<u>Page</u>
I. Approbation du procès-verbal de la 267ème séance	1
II. 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 juin et des premiers jours de juillet 1992	1
III. Travaux préparatoires au passage à la phase finale de l'UEM:	
1. Mandat du Groupe de travail sur les systèmes de paiement dans la CE	1
2. Programme du Groupe de travail sur l'impression et l'émission d'un billet de banque européen	1
IV. Coopération monétaire avec les pays tiers	
1. Rapport No 9 du Sous-Comité de politique des changes intitulé "Coopération monétaire avec les pays tiers" ..	3
1.1 Exposé de M. Saccomanni, Président, Sous-Comité de politique des changes	3
1.2 Exposé de M. Rey, Président, Comité des Suppléants	4
1.3 Discussion par le Comité	5
2. Requête de la Suomen Pankki	9
V. Principes régissant l'accord préalable aux interventions en monnaies communautaires	9
VI. Conditions régissant l'entrée dans le mécanisme de change du SME et le passage à la bande de fluctuation étroite	10
VII. Surveillance des développements et politiques économiques et monétaires dans la CEE	
1. Résultat de la réunion ECOFIN	10

2.	Exposé de M. Saccomanni, Président, Sous-Comité de politique des changes (surveillance)	11
3.	Exposé de M. Borges, Président, Sous-Comité de politique monétaire	12
4.	Exposé de M. Rey, Président, Comité des Suppléants	15
5.	Exposé de M. Ciampi	16
6.	Discussion par le Comité	17
VIII.	Autres questions relevant de la compétence du Comité	
1.	Publication du "Livre bleu"	23
2.	Réponse aux journalistes	24
IX.	Date et lieu de la prochaine séance	24

* * *

La liste des participants est jointe en annexe.

I. Approbation du procès-verbal de la 267ème séance

Le Comité approuve le procès-verbal de la 267ème séance.

II. 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 juin et des premiers jours de juillet 1992

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

III. Travaux préparatoires au passage à la phase finale de l'UEM:

1. Mandat du Groupe de travail sur les systèmes de paiement dans la CE

M. Rey explique que, suite à la demande de la Deutsche Bundesbank pour un mandat plus court que celui présenté initialement aux Gouverneurs, une version révisée a été préparée. A la demande du représentant de la Commission européenne, il a été ajouté au mandat que le Groupe de travail accomplit, chaque fois que cela est nécessaire, ses tâches en consultation avec d'autres instances compétentes à l'intérieur de la Communauté.

M. Schlesinger demande à quelles autorités s'applique cette référence.

M. Rey précise que la Commission a pris l'initiative d'entreprendre des travaux sur les systèmes de paiement grand public et que l'autorisation permettrait donc au Groupe d'entrer en relation avec de tels organismes mis en place par la Commission en cas de besoin.

Le Comité approuve le mandat.

2. Programme du Groupe de travail sur l'impression et l'émission d'un billet de banque européen

M. Rey indique qu'il y a accord entre les Suppléants sur le programme d'activité reçu de M. Jarvis, Président du Groupe de travail. On se préoccupe néanmoins du fait que les présidents des groupes de travail ne devraient pas mettre en place des sous-groupes permanents de leur propre autorité. S'il est normal que les présidents disposent d'une certaine marge

de manoeuvre dans l'organisation de l'activité de leurs groupes respectifs, les Suppléants estiment qu'il importe d'éviter une prolifération des sous-groupes.

Le Président propose que les groupes de travail ne devront pas créer, sans l'autorisation préalable du Comité des Gouverneurs, des sous-groupes susceptibles d'entraîner des coûts supplémentaires pour le Comité.

M. Christodoulou se réfère à la dernière page du programme de travail qui indique que le Comité devra préciser dans une déclaration publique que le Groupe de travail est le seul organisme compétent auquel le Comité a délégué le pouvoir d'examiner la question du futur billet de banque européen. Il pense que les Gouverneurs ne devraient pas être aussi catégoriques et exclure tout type de relations avec des initiatives externes.

M. Rey déclare que, de l'avis des Suppléants, une déclaration pourrait aller à l'encontre du but recherché car elle donnerait probablement plus de publicité au concours graphique pour l'Écu. Bien au contraire, si les banques centrales étaient appelées à répondre à une question sur ce sujet, elles devraient nier toute implication dans le concours.

Le Président propose que, si les Gouverneurs sont amenés à répondre à des journalistes, ils devront souligner que la question des billets de banque de l'Écu est de la responsabilité des banques centrales, bien que tout un chacun ait la liberté d'y participer en présentant des suggestions à cet égard. Un communiqué ne devrait pas être publié.

M. Leigh-Pemberton est d'accord avec le Président tout en estimant qu'il n'est pas nécessaire d'aller jusqu'à se réjouir de ces suggestions.

Le Comité approuve cette ligne d'action.

M. Rey déclare que les Suppléants partagent l'idée du Groupe de travail que les Gouverneurs devront entrer en contact avec les Ministres des Finances en vue de les encourager à accorder un statut officiel au groupement ad hoc de la conférence des Directeurs de la Monnaie, qui examinent les questions relatives à la conception, au libellé et à l'émission de pièces en Écu, en vue également d'établir une base officielle pour les contacts entre le Groupe de travail et les Directeurs de la Monnaie. C'est le Comité monétaire qui se prête le mieux à la discussion de cette question.

Le Comité retient la proposition des Suppléants en ce qui concerne les Directeurs de la Monnaie.

IV. Coopération monétaire avec les pays tiers

1. Rapport No 9 du Sous-Comité de politique des changes intitulé "Coopération monétaire avec les pays tiers"

Le Président déclare qu'il a informé les Ministres des Finances, lors de la séance ECOFIN qui s'est tenue la veille, qu'un rapport a été élaboré sur la coopération monétaire mais qu'il n'a pas encore été examiné par le Comité. Il a également indiqué aux Ministres que les Gouverneurs ne parviendront peut-être pas nécessairement à une conclusion claire. Il s'est engagé à revenir sur cette question lors de la prochaine séance informelle ECOFIN en septembre.

1.1 Exposé de M. Saccomanni, Président, Sous-Comité de politique des changes

Le Sous-Comité a examiné les éléments pouvant relever de la coopération monétaire avec les pays tiers, à savoir la relation de taux de change, les facilités de financement et les procédures de consultation. Il conviendra de tenir compte de deux intérêts généraux de la Communauté: premièrement, le désir d'élargir la zone de stabilité des changes; deuxièmement, préserver le fonctionnement harmonieux du SME durant cette phase délicate de transition vers l'UEM. Le Sous-Comité reconnaît que les deux intérêts de la Communauté pourront être parfois opposés et qu'il est également nécessaire de les faire concorder avec les intérêts des pays tiers. Pour réduire au maximum de tels conflits, il conviendrait d'adopter une approche standard offrant une coopération uniquement aux pays qui mettent en oeuvre des politiques orientées vers la stabilité et qui entretiennent des liens économiques étroits avec la Communauté. Le rapport présente, à titre d'illustration, deux arrangements possibles et indique comment les divers éléments pourront être combinés dans un système techniquement viable et cohérent sur le plan interne. Non seulement ces systèmes ne sont pas rigides - des modifications pourront être introduites pour faire face à des exigences différentes - mais, en outre, ils ne constituent pas la seule formule possible. Les deux illustrations impliquent toutes deux l'acceptation des principes de Bâle/Nyborg, en ce qui concerne en particulier la conduite des interventions et le principe de l'accord

préalable par la banque centrale émettrice en cas d'interventions intramarginales. Une des formules est plus proche de la participation intégrale au SME, bien que des différences significatives soient possibles, dans le domaine notamment des méthodes de financement des interventions aux marges. La seconde formule est une variante du modèle déjà en place pour la Norvège, avec quelques améliorations substantielles, particulièrement en ce qui concerne la consultation et le financement. Le Sous-Comité n'a pas été en mesure de se mettre d'accord sur le fait de savoir laquelle des deux formules est préférable, même s'il a constaté qu'elles ne s'excluent pas mutuellement; en théorie, les deux pourraient être mises en oeuvre avec des pays différents, bien qu'il reste à décider quelle solution peut être offerte à tel ou tel pays.

1.2 Exposé de M. Rey, Président, Comité des Suppléants

Les Suppléants font leur l'approche adoptée dans le rapport visant à concilier le souhait de la Communauté d'étendre la zone de stabilité monétaire avec la nécessité de réduire au maximum les risques pour le fonctionnement harmonieux du mécanisme de change du SME. Ils ont également adopté les critères proposés pour évaluer l'accès des pays tiers à la coopération monétaire. Les Suppléants ont loué la partie analytique du rapport qui décrit les différents types de relations de change, les facilités de financement et les procédures de consultation. Alors que les exemples donnés à titre d'illustration ont été aussi généralement approuvés, la plupart des Suppléants estiment que les choix ont été par trop rétrécis. La possibilité de consensus sur une approche standard semble actuellement limitée; les deux formules ont suscité des remarques critiques. D'une part, l'orientation de l'Écu de la seconde formule a été considérée indésirable par certains; un Suppléant a préconisé le remplacement de la relation unilatérale d'un pays tiers avec l'Écu par une relation unilatérale avec la grille de parités du MCE. D'autre part, d'autres Suppléants ont vu dans la quasi-participation au MCE, comme le suggère la première formule, trop de risques pour la stabilité des changes dans la grille de parités. Les Suppléants ont conclu qu'il ne serait pas souhaitable de transmettre le rapport dans sa forme actuelle aux Ministres des Finances. Comme solution éventuelle, quelques Suppléants ont proposé d'éliminer la dernière section du rapport. Une autre possibilité consisterait à élargir la gamme des options; on pourrait envisager de modifier les caractéristiques des deux formules de façon à présenter une

série d'arrangements assortis d'un degré d'engagement progressif de la part de la Communauté. Ainsi, la largeur de la bande de fluctuation et les conditions de la facilité de financement pourraient être modifiées dans la première formule tandis que, dans la seconde, de nouvelles options pourraient découler d'une modification de la procédure de fixation de la parité des monnaies tierces. Il a également été proposé de faire une distinction entre les formules fondées sur des engagements impliquant à la fois les banques centrales et les autorités politiques et les accords de coopération qui pourraient demeurer dans le domaine de compétence des banques centrales. Les Suppléants sont d'avis que toute tentative visant à amender le rapport ne sera utile que si des indications claires sont fournies par les Gouverneurs. Quant à la procédure à suivre, il convient de se rappeler que la séance informelle ECOFIN de septembre se tiendra avant la prochaine réunion du Comité des Gouverneurs.

1.3 Discussion par le Comité

M. Schlesinger déclare que, comme un nombre limité seulement de monnaies composant le panier de l'Écu serait généralement utilisé par les pays tiers aux fins d'interventions, l'argument selon lequel ces derniers seront amenés à "acheter un panier complet s'ils ne sont intéressés que par quelques-unes de ses composantes" n'est pas convaincant; la solution consisterait à lier les monnaies des pays tiers à la grille de parités.

M. de Larosière déclare qu'il élèverait de fortes objections si la possibilité d'établir un lien avec l'Écu était écartée. Cela irait à l'encontre de l'objectif du SME de fonder une monnaie commune sur l'unification des politiques monétaires des Etats membres. Si le rapport du Sous-Comité offre une bonne analyse de la gamme des possibilités offertes, le fait de mettre l'accent sur deux solutions pourrait ne pas fournir une réponse intégrale. Une des formules préconise pratiquement l'appartenance pleine et entière au SME, ce qui créerait des problèmes puisqu'un pays ne peut adhérer au SME sans être membre de la Communauté; l'autre solution, un "accord norvégien" renforcé n'est pas souhaité par la Suède. Il convient de se pencher davantage sur les solutions intermédiaires, bien qu'il ne soit pas sûr que cela satisferait la Suède, qui envisage une solution proche de la participation au SME. Deux principes devront être présents à l'esprit: premièrement, un pays qui souhaite s'associer au SME, quelle que soit la formule utilisée, ne devrait pas pouvoir provoquer un réaligement des parités des monnaies du MCE. Deuxièmement, pour montrer qu'il y a une

différence entre membre associé et membre à part entière du SME, le recours aux accords de financement mutuel ne devrait pas être illimité pour le premier. Les pays du SME ont le devoir d'essayer de venir au-devant des pays qui considèrent le SME comme une méthode d'ancrage de leurs monnaies; il ne faudrait pas décourager cela, tout en tenant compte de la nécessité de préserver l'intégrité du SME.

M. Leigh-Pemberton ne pense pas qu'il soit possible d'empêcher les pays tiers de lier leurs monnaies à l'Écu, même s'il convient d'examiner dans quelle mesure une telle liaison pourrait affecter l'Écu et surtout le SME et le MCE. Il est d'accord pour estimer que le degré de soutien financier accordé à un pays tiers ne pourra pas être illimité. Il partage l'opinion que la question de la coopération monétaire doit rester ouverte; cette attitude est conforme à la philosophie générale de renforcement du SME, en éliminant l'instabilité à l'extérieur de celui-ci, ainsi qu'à l'élargissement de la Communauté. Il est favorable à l'idée d'une liaison avec l'Écu, mais se montre prudent quant à la participation à la grille de parités sans être membre à part entière de la CEE.

M. Ciampi se rend progressivement compte qu'il n'y a pas beaucoup de possibilités de rechange aux deux formules exposées dans le rapport. Le Comité est confronté à deux possibilités: la solution de type norvégien dont la Suède ne veut pas; ou une solution qui aurait une incidence sérieuse sur le système existant. Il ne peut accepter des approches ignorant l'Écu, puisque c'est le noyau du système. Compte tenu des tensions actuelles au sein du SME, il serait de l'intérêt de tous les Etats membres de faire en sorte qu'au cours des prochains mois le risque de non-ratification du Traité d'Union européenne soit minimisé. Il pense qu'il pourrait être souhaitable de renvoyer la décision sur la question de la coopération monétaire après la ratification.

M. Duisenberg soutient la proposition selon laquelle le Sous-Comité devra étudier d'autres variantes qu'une solution axée sur le système de grille de parités lui-même, bien qu'il ne faille pas écarter les variantes fondées sur l'Écu. Il semble étrange de dire aux pays tiers que l'Écu se trouve au coeur du SME tandis que les membres existants ignorent l'Écu en pratique; il n'y a pas de lien avec l'Écu et il n'y a pas de rôle pour lui dans le système. Il partage l'opinion de M. de Larosière que l'admission d'un pays tiers ne devra pas lui conférer les avantages dont bénéficient les membres actuels; il est favorable à la limitation de

l'accès au financement des pays tiers et à un accord au terme duquel le règlement des comptes et des interventions ne pourra être effectué que dans la monnaie du pays créancier. Il convient d'inviter le Sous-Comité à étudier d'autres alternatives au sein du système de parités que les Gouverneurs auront examinées lors de leur séance de septembre ou de novembre; le Comité ne doit pas attendre jusqu'à la ratification du Traité de Maastricht.

M. Beleza déclare que la stratégie suivie par le Sous-Comité consistant à proposer deux formulations cohérentes mais différentes est appropriée. En ce qui concerne la proposition d'accords bilatéraux mentionnée dans le rapport, elle pourrait exercer des contraintes importantes à la fois sur les membres existants et sur les pays tiers, si de tels accords étaient instaurés entre un pays tiers et l'ensemble des monnaies du SME. En outre, la pleine participation d'un pays tiers à la grille de parités impliquerait la pleine participation aux exercices de surveillance multilatérale, ce qui serait en grande partie du ressort d'autres instances de la Communauté. Il estime également qu'il ne faut pas rejeter l'option Écu et propose que le Sous-Comité examine des solutions de compromis à soumettre à l'attention des Gouverneurs.

M. Rubio n'est pas d'avis que les deux formules de coopération monétaire constituent des alternatives entre lesquelles le Comité pourrait choisir. Le Comité n'a pas de réponse claire à la demande suédoise, du fait que certains pays sont contre une solution offrant une association au SME sans être membre de la Communauté et, également, qu'une telle association impliquerait un examen des politiques des pays tiers et leur représentation dans certains Comités.

M. Schlesinger précise que, jusqu'à la création d'une monnaie unique de plein droit, l'Écu n'est qu'un panier de monnaies et ne joue par conséquent pas un grand rôle en ce qui concerne les interventions. Il peut comprendre que, sur la base d'une philosophie européenne, la solution de la liaison avec l'Écu soit proposée. Cependant, pour maintenir le taux de change d'une monnaie d'un pays tiers dans une bande relativement étroite vis-à-vis de l'Écu, la question se pose de savoir comment cela peut être obtenu si la monnaie dudit pays est soumise à des pressions. Dans le cas de la Suède, le niveau de ses interventions est élevé pour un pays de sa dimension. Elles ont été effectuées en grande partie en deutsche marks et, dans une moindre mesure, en dollars EU et en Écus; les banques centrales

concernées n'en ont été informées qu'après coup. Pour éviter que de tels problèmes ne se présentent pour les monnaies du SME, la Deutsche Bundesbank est favorable à la solution grille de parités.

M. Christophersen déclare que, bien que la demande suédoise de devenir membre associé du SME ait été formulée par la banque centrale, le nouveau gouvernement suédois a effectué plusieurs démarches politiques auprès de la Commission et des Etats membres. Il importe de se demander comment faire pour ne pas nuire à la crédibilité de la monnaie suédoise et aux relations politiques entre la Suède et la Communauté en cas de nouveau retard dans le processus de décision. Il est peu probable que les Ministres expriment une opinion ou prennent une décision à la séance informelle ECOFIN de septembre sans une recommandation claire de la part des Gouverneurs; il serait donc préférable d'informer le Président du Conseil ECOFIN que des études supplémentaires devront être entreprises. Il est d'accord avec M. de Larosière qu'il ne devrait pas y avoir un système susceptible de provoquer des réalignements au sein du SME. Quelle que soit la forme de l'accord, il devra s'accompagner d'une procédure de surveillance propre ainsi que d'un engagement contraignant de la part du pays tiers de suivre des orientations analogues à celles appliquées aux pays de la Communauté en matière de convergence nominale. Etant donné que la Commission a l'intention de donner son avis sur la demande suédoise d'adhésion à la Communauté vers la fin du mois de juillet et que la politique de la CE prévoit que les nouveaux membres respectent l'application de critères de convergence, il propose que l'exercice de la coopération monétaire avec les pays tiers soit présenté davantage comme un accord transitoire pour les candidats avant de devenir membres de plein droit du SME que comme une forme d'association permanente.

Le Président a résumé les questions posées comme suit. Premièrement, le Comité a été invité par les Ministres à élaborer un rapport sur cette question, bien que les réserves de M. Ciampi au sujet du calendrier aient été notées. Deuxièmement, si des pays tiers décident de lier leurs monnaies unilatéralement à l'Écu, c'est une affaire qui les concerne. Troisièmement, s'il convient de se mettre d'accord sur une forme de coopération monétaire, il n'est pas possible qu'un pays tiers devienne membre de plein droit du SME. Enfin, le Sous-Comité peut prendre comme base une extension de l'accord de type norvégien, dans le cadre duquel différentes formes de coopération peuvent être instaurées. Etant donné

qu'un nombre aussi élevé de Gouverneurs se sont prononcés pour l'étude de la possibilité d'établir des accords liés à l'Écu, le Sous-Comité devra les examiner dans un rapport révisé parallèlement à un accord grille de parités. Si ce point figurait à l'ordre du jour de la séance informelle ECOFIN de septembre, il rappellerait au Conseil ECOFIN qu'il les avait prévenus qu'un rapport était en cours d'élaboration et pourrait ne pas être disponible pour cette réunion.

2. Requête de la Suomen Pankki

Le Comité approuve le communiqué agréé par les Suppléants au sujet des accords de crédits croisés bilatéraux à conclure entre les banques centrales des Etats membres et la Suomen Pankki.

M. Rubio note l'absence de toute mention de l'Écu dans le communiqué.

M. Rey souligne que la Suomen Pankki a approuvé le texte.

Le Président déclare que le communiqué ne sera pas publié avant le 16 juillet, de façon que la décision du Comité sur la requête finnoise puisse être transmise à temps au gouvernement finlandais.

V. Principes régissant l'accord préalable aux interventions en monnaies communautaires

Se référant à la note du Sous-Comité de politique des changes en date du 3 juillet 1992, le Président déclare que, le 9 avril 1991, le Comité avait adopté les principes régissant l'accord préalable aux interventions en monnaies communautaires qui a été appliqué depuis lors sur une base expérimentale. Le Sous-Comité recommande de continuer à appliquer ces accords de façon permanente; les Suppléants souscrivent à cette procédure.

Le Comité approuve la recommandation du Sous-Comité. De plus, le Secrétariat préparera un document unique, qui sera soumis à l'approbation des Gouverneurs à la réunion de septembre et qui regroupera les règles régissant les accords répartis actuellement dans plusieurs documents. Le Secrétariat préparera également un projet d'instrument qui amendera l'article 16.1 de l'Accord du SME, de façon à officialiser l'extension de l'utilisation des Écus officiels aux règlements intra-communautaires.

VI. Conditions régissant l'entrée dans le mécanisme de change du SME et le passage à la bande de fluctuation étroite

M. Rey déclare que la note des Suppléants en date du 13 juillet intitulée "Prior consultation among EC Central Banks in the event of a currency's entry into the ERM or its move to the narrow band" reflète leur opinion unanime sur les questions posées. L'attention du Comité est attirée sur le paragraphe 4 qui stipule que les Suppléants sont parvenus à un consensus sur le fait qu'il est souhaitable de tenir des discussions informelles et confidentielles sur des projets de décisions relatives à l'entrée d'une monnaie dans le MCE ou à son passage dans la bande étroite. Il ajoute que les Suppléants ont procédé à une consultation lors d'un petit déjeuner de travail ce matin et que chacun d'entre eux fera part du résultat à son Gouverneur.

Le Comité exprime son accord sur la note des Suppléants en date du 13 juillet.

VII. Surveillance des développements et politiques économiques et monétaires dans la CEE

- Préparation par le Sous-Comité de politique des changes (surveillance);
- Graphiques et tableaux préparés par le Secrétariat;
- Deux rapports du Sous-Comité de politique monétaire intitulés "Examen des politiques monétaires dans la Communauté en 1992" et "Evolution récente des finances publiques et de ses implications pour la politique monétaire";
- Note de l'Unité économique intitulée "Examen des politiques monétaires dans la Communauté en 1992".

1. Résultat de la réunion ECOFIN

Le Président déclare qu'il a présenté les points suivants à la réunion ECOFIN de la veille. Premièrement, la convergence ne se déroule pas à un rythme satisfaisant; l'inflation ne recule pas malgré l'anémie des économies des Etats membres. Les études préparées par le Sous-Comité de politique monétaire sur les biens échangés à l'échelle internationale et sur les secteurs protégés ont montré que ce sont les premiers qui ont été le plus affectés par la politique monétaire restrictive. Deuxièmement, le Comité est préoccupé par le rôle d'ancre joué par l'Allemagne; enfin, la

politique budgétaire est inadéquate dans de nombreux pays. Le Comité s'inquiète de la réapparition de perturbations sur les marchés des changes, qui ont donné à penser que la crédibilité du MCE n'est pas aussi inconditionnelle que précédemment. Le Ministre néerlandais a souligné par la suite que toute mesure prise en Allemagne pour des raisons internes a des répercussions sur l'ensemble du SME, qui ne sont pas totalement satisfaisantes. Le Ministre allemand a réagi vivement et indiqué que les tensions dans le système économique allemand sont telles - croissance de la masse monétaire, expansion du crédit et difficultés avec les Länder de l'Est - qu'il n'exclurait pas un resserrement de la politique monétaire. Pour le reste, la discussion s'est concentrée sur la situation monétaire, la politique budgétaire au sein de la Communauté n'étant guère abordée. Le Président ajoute qu'il a également rendu compte du travail préparatoire entrepris par le Comité pour le passage à l'UEM.

2. Exposé de M. Saccomanni, Président, Sous-Comité de politique des changes (surveillance)

Le Groupe de surveillance exprime ses préoccupations au sujet de l'évolution du dollar EU et du yen japonais. La tendance à la baisse du dollar s'est accélérée suite à la réduction du taux d'escompte par la Réserve fédérale début juillet et à l'absence de mesures de soutien par les pays du Groupe des Sept que les marchés attendaient. Cette tendance se poursuivra probablement en raison de l'importance de l'écart des taux d'intérêt entre le dollar et les monnaies du SME ainsi que du niveau décevant de l'activité économique aux Etats-Unis. En ce qui concerne le yen, il s'est raffermi envers le dollar mais s'est affaibli par rapport aux monnaies européennes, malgré l'important excédent des paiements courants du Japon. La Banque du Japon est intervenue pour soutenir le yen, mais des pressions en faveur d'un abaissement des taux d'intérêt officiels s'intensifient à nouveau du fait de la faiblesse de l'économie interne et de son marché boursier.

Les tensions au sein du SME, apparues depuis le référendum danois sur le Traité de Maastricht, se sont atténuées après le résultat du référendum irlandais, pour refaire cependant surface dans un certain nombre de pays. La lire italienne a continué de subir des pressions en raison des déséquilibres internes et de la situation politique en Italie; cette situation s'est par moments envenimée à la suite de rumeurs de dévaluation

de la lire et d'une action éventuelle de la Banque d'Italie pour restreindre l'activité sur le marché des devises. Du fait du relèvement des taux d'intérêt officiels italiens début juin et juillet et d'interventions de soutien, la monnaie italienne est demeurée au sein de la bande étroite envers le deutsche mark. Le nouveau gouvernement a apporté son soutien total à l'objectif de stabilité de taux de change; les mesures budgétaires et les réformes structurelles approuvées le 4 juillet devraient contribuer à stabiliser les attentes du marché. Au Royaume-Uni, la faiblesse de la livre sterling est due à la récession persistante qui a conduit à des pressions en faveur d'une réduction des taux d'intérêt officiels et d'une dépréciation de la monnaie. Le débat politique sur l'UEM s'est rouvert après le référendum danois qui, parallèlement à la prise en considération des politiques économiques internes, alimente l'incertitude du marché. Les tensions se sont intensifiées depuis fin juin, lorsque le taux de change de la livre a été autorisé à sortir de la bande étroite du MCE; quelques interventions de soutien ont été effectuées la semaine dernière et l'on a également assisté à des déclarations publiques en faveur de la politique de taux de change en cours. Des tensions se sont également manifestées de temps à autre en Espagne, en Irlande et en France, nécessitant des interventions de soutien par les banques centrales respectives, cependant que des interventions à la vente d'escudos portugais ont été effectuées par la Banque du Portugal qui a abaissé par ailleurs le taux de rémunération des dépôts obligatoires des banques commerciales. On note que M3 continue de s'accroître en Allemagne à un taux annualisé proche de 9%, en l'absence de tout signe de recul de l'inflation sous-jacente interne. Les facteurs affectant la croissance des agrégats monétaires allemands ont été examinés, en particulier les restructurations de portefeuilles en faveur de placements sur le marché monétaire; l'attente de voir la Deutsche Bundesbank prendre des mesures pour maintenir la crédibilité de sa politique monétaire restrictive constitue un facteur d'incertitudes et de tensions dans le MCE.

3. Exposé de M. Borges, Président, Sous-Comité de politique monétaire

Les performances des économies de la Communauté sont décevantes, la reprise étant nettement plus faible que prévu. Si les facteurs externes ont contribué à cet état de choses, les dépenses du secteur privé interne

ont été affectées par la faiblesse de l'activité et de la confiance des consommateurs. L'inflation s'est toutefois révélée tenace; la meilleure estimation au niveau communautaire en 1992 a été révisée à 4,5%, une très faible amélioration par rapport à 1991, loin de l'objectif de stabilité des prix. Cette résistance est attribuée aux facteurs internes puisque les tensions inflationnistes externes ont été moins prononcées que prévu; les pressions des salaires sont demeurées fortes dans de nombreux pays et l'évolution des politiques budgétaires n'a pas contribué à ralentir l'inflation. Une source importante de hausses des prix est constituée par le relèvement des impôts indirects et des prix administrés, qui a été souvent plus marqué que prévu. Les tensions inflationnistes sont demeurées vives dans les secteurs protégés de la plupart des pays de la Communauté et la faible inflation dans le secteur de l'économie exposée à la concurrence internationale semble avoir été obtenue au prix d'une contraction des marges bénéficiaires, ce qui donne à penser qu'elle ne pourra pas se poursuivre. Un manque de souplesse, en particulier sur les marchés du travail, et des pratiques non concurrentielles dans le secteur protégé réduisent l'efficacité des politiques anti-inflationnistes.

Les politiques monétaires ont été généralement adéquates et compatibles. L'homogénéité des conditions monétaires reflète le degré de convergence nominale qui a été réalisé. Il sera toutefois difficile d'atteindre l'objectif prioritaire de la réduction de l'inflation en raison des vives tensions sur les prix en Allemagne. Le Sous-Comité a réaffirmé que le rétablissement de la stabilité des prix en Allemagne doit être considéré comme une priorité importante pour la Communauté et nécessite une politique monétaire restrictive. L'expansion monétaire demeure forte en Allemagne; il n'est pas possible d'exclure un scénario d'inflation tenace dans ce pays. L'amélioration du dosage des moyens d'action constituerait un progrès important mais la politique monétaire doit demeurer fermement restrictive.

Le résultat du référendum danois a provoqué de vives turbulences sur les marchés des capitaux; les écarts de taux d'intérêt se sont élargis et des interventions de soutien ont été nécessaires. Le Sous-Comité a constaté qu'aucune modification de l'orientation des politiques monétaires ne s'impose; un recul de l'inflation d'ici la fin de l'année 1992 devrait intervenir en raison de l'amélioration des perspectives escomptée dans ce domaine en Allemagne, parallèlement au ralentissement de la croissance

monétaire. Le risque existe cependant de voir la persistance de fortes tensions inflationnistes en Allemagne obliger les autorités de ce pays à durcir davantage leur politique monétaire. Une reprise économique plus faible que prévu dans la Communauté pourrait être une source additionnelle de tensions. Le Sous-Comité est d'avis que l'engagement à l'égard de la grille de parités du MCE interdit tout assouplissement des politiques monétaires; cependant, les politiques budgétaires reflètent d'ores et déjà l'incidence de faibles niveaux de l'activité économique et pourraient devenir plus expansionnistes. Le processus de ratification du Traité sur l'UEM demeurera également une source d'incertitudes; tout événement susceptible d'ébranler la confiance des marchés nécessitera probablement des ajustements de taux d'intérêt et des interventions sur les marchés des changes.

En ce qui concerne l'examen de l'évolution des finances publiques, le Sous-Comité a évalué les progrès à la lumière du critère fixé dans le Traité sur l'UEM. La tendance à l'assainissement budgétaire, constatée au cours des années quatre-vingt, s'est inversée en 1990 et 1991. Malgré une réduction dans certains pays, le besoin de financement pour l'ensemble de la Communauté a augmenté de 2,7% du PIB en 1989, à 4% en 1990, et à 4,3% en 1991. Les projections actuelles indiquent qu'une poursuite de la croissance des dépenses fera monter le besoin de financement global à 4,8% du PIB en 1992. En conséquence, quatre pays seulement auront des déficits inférieurs à 3%, taux de référence du Traité de Maastricht. Une part importante de l'élargissement des déficits budgétaires est attribuable à l'impact du cycle économique; le Sous-Comité estime cependant qu'il est indiqué de laisser les stabilisateurs automatiques jouer leur rôle uniquement dans les pays à faible déficit. Pour la Communauté dans son ensemble, l'endettement public devrait s'élever, selon les projections, au niveau record de 63% du PIB en 1992, contre 61% en 1991. Seuls six pays de la Communauté auront un ratio endettement/PIB inférieur à 60%. La persistance de déficits budgétaires excessifs dans la Communauté altère la capacité de la politique monétaire à réaliser la stabilité des prix. Toute expansion budgétaire importante conduit à une hausse des taux d'intérêt à long terme pour la Communauté dans son ensemble. De plus, si elle se produit dans un pays dont la monnaie joue un rôle d'ancre et si la poursuite de la stabilité des prix nécessite, en conséquence, un resserrement de la politique monétaire, l'augmentation qui en résulte des taux

d'intérêt à court terme affectera l'ensemble des pays communautaires. En revanche, si les engagements au sein du MCE ne permettent pas à un pays de relever ses taux d'intérêt, il pourra se révéler impossible de compenser l'incidence inflationniste de l'expansion budgétaire.

Le Sous-Comité a examiné les implications éventuelles d'une action simultanée de plusieurs pays de la Communauté pour réduire leurs déficits budgétaires en vue de respecter les critères de l'UEM. Ramener les déficits excessifs au maximum de 3% nécessiterait une réduction des besoins de financement généraux d'environ 2 points du PIB de la Communauté, répartie sur un certain nombre d'années. Cette mesure pourrait avoir des coûts limités à court terme par rapport à l'ampleur d'autres chocs, mais se traduirait par des avantages à long terme, en particulier le renforcement des bases d'une croissance anti-inflationniste soutenue.

4. Exposé de M. Rey, Président, Comité des Suppléants

La discussion des Suppléants a été centrée sur trois questions. Premièrement, la nécessité de maintenir la dynamique vers une convergence économique au sein de la Communauté. La crédibilité de ce processus s'est ressentie du résultat du référendum danois qui a, apparemment, attiré l'attention des opérateurs sur les divergences dans les données économiques fondamentales existant entre les pays membres de la Communauté. La contribution la plus efficace que les banques centrales pourraient à présent apporter en vue de renforcer la confiance du marché consisterait à réaffirmer leur engagement de coopérer au sein du mécanisme de change et d'accepter ses effets disciplinaires. En outre, l'annonce de mesures telles que l'octroi de l'indépendance juridique aux banques centrales accroîtrait également la crédibilité.

La deuxième question évoquée concerne la conclusion du rapport ex post, à savoir que les politiques monétaires de la Communauté sont mutuellement compatibles et également adéquates pour conduire à un nouveau recul de l'inflation en 1992. La situation économique et monétaire en Allemagne a fait l'objet d'une attention particulière. Le crédit se développe sans accroissement correspondant de l'épargne à long terme; il en résulte un dépassement significatif des objectifs monétaires. Aucun Suppléant ne nie l'importance du rétablissement de la stabilité des prix en Allemagne et il est noté que le prochain examen de la situation monétaire allemande offre une possibilité aux banques centrales d'exprimer leur

soutien à une stratégie clairement anti-inflationniste dans la Communauté. Un Suppléant conteste néanmoins le point de vue selon lequel l'orientation des politiques monétaires nationales est maintenant globalement appropriée. Il souligne que les risques, qui d'après le rapport ex post pourraient perturber l'évaluation des politiques monétaires, se sont déjà concrétisés.

Troisièmement, en ce qui concerne les finances publiques, les Suppléants sont d'accord avec le rapport du Sous-Comité de politique monétaire sur le fait que les politiques budgétaires constituent un facteur important contribuant à la ténacité de l'inflation dans de nombreux pays de la Communauté. Les programmes de convergence peuvent jouer un rôle significatif à cet égard; encore faut-il que les objectifs soient effectivement mis en oeuvre.

5. Exposé de M. Ciampi

M. Ciampi rappelle les remarques qu'il a présentées à la séance de juin du Comité et, en particulier, les raisons qui ont conduit la Banque d'Italie à relever le taux de ses avances à terme d'un demi-point le 5 juin. Depuis lors, les marchés des changes et des capitaux italiens n'ont cessé d'être soumis à des pressions, et ce pour différentes raisons: déficits budgétaires et de la balance des paiements; difficultés politiques engendrées par les élections italiennes du 5 avril, de sorte que le processus d'élection du nouveau Président de la République et la formation du nouveau gouvernement n'ont été achevés que début juillet.

La Banque d'Italie a contrecarré les vives pressions sur la lire, et ce de différentes façons: interventions sur le marché des changes; resserrement des conditions monétaires; et, le 5 juillet, relèvement du taux d'escompte officiel de 12% à 13% et du taux des avances à terme de 13% à 14,5%. Immédiatement après le vote de confiance du Parlement italien le 4 juillet, le gouvernement, que M. Ciampi a constamment tenu informé de l'évolution sur les marchés des changes et des capitaux, a décidé de mettre en oeuvre son programme économique. Le 11 juillet, le gouvernement a agi sur trois fronts: premièrement, adoption de mesures équivalant à environ 2% du PNB, en vue de freiner le déficit budgétaire pour 1992, pour lequel le gouvernement n'a pas encore fixé d'objectif mais qui, selon M. Ciampi, devrait être proche de celui de 1991. Deuxièmement, le Parlement italien a été invité à autoriser le gouvernement à approuver les dispositions sur la réforme des systèmes de retraite et de santé, des finances locales et de

l'emploi public. Les mesures envisagées n'auront qu'un effet limité en 1992 mais entraîneront une modification importante dans les quatre domaines essentiels des dépenses publiques. Troisièmement, un décret-loi a été publié en vue d'accélérer le processus de privatisation par la transformation des entreprises d'Etat en sociétés anonymes.

Les réformes du système de retraite et de l'emploi public sont destinées à étayer la politique des revenus fondée sur un taux-objectif de l'inflation. M. Ciampi souligne que la politique pourra se traduire par un léger recul des revenus réels, étant donné que l'objectif de taux d'inflation pour 1992 est de 4,5% alors que le taux courant se situe aux alentours de 5%. Tout en portant un jugement globalement positif sur le train de mesures gouvernementales, M. Ciampi a présenté un certain nombre d'observations: sur le front budgétaire, il aurait préféré des mesures accroissant les rentrées au-delà de 1992 au lieu d'une taxe non récurrente sur les dépôts bancaires; en ce qui concerne les retraites, des critères plus rigoureux auraient été souhaitables; quant à la privatisation, aucune décision n'a été prise jusqu'à présent sur l'élimination des règles qui empêchent le secteur privé de prendre le contrôle des entreprises d'Etat.

La réaction du marché demeure incertaine. Cela s'explique, à son avis, par l'intention des opérateurs de tester la solidité du gouvernement italien, par la faiblesse du dollar EU et par l'anticipation d'un nouveau relèvement des taux allemands par le Conseil de la Deutsche Bundesbank. Dans ces conditions, les déclarations publiques concernant la pertinence d'un réalignement au sein du SME devront être soigneusement évitées.

La stabilité de la lire dans sa bande actuelle est décisive pour le succès de la politique des revenus et les efforts visant à abaisser le taux d'inflation. Lors de déclarations publiques et de communications privées, le Premier Ministre, M. Amato, a réaffirmé fortement le rôle clé du taux de change; la Banque d'Italie agit en conséquence.

6. Discussion par le Comité

M. Duisenberg demande à M. Ciampi si le décret de privatisation s'applique également aux sociétés, en particulier aux banques, qui sont contrôlées partiellement par l'Etat. Sur un autre point, il demande si M. Schlesinger pourrait donner une indication de la mesure dans laquelle la

croissance de M3 en Allemagne peut s'expliquer à la fois par l'accumulation d'interventions et l'importation autonome de capitaux à court et à long terme en Allemagne.

M. Ciampi répond que la politique de la Banque d'Italie a consisté depuis un certain nombre d'années à permettre à des banques d'Etat de s'ouvrir au capital privé. Elle a encouragé le gouvernement italien à faire adopter une loi stipulant que les banques publiques peuvent devenir des sociétés anonymes. Depuis la publication de ce que l'on est convenu d'appeler la loi Amato-Carli il y a trois ans, près de la moitié des banques publiques sont devenues des sociétés anonymes. Cependant, une restriction, qui est toujours en vigueur, a été introduite par le Parlement italien qui interdit aux investisseurs privés d'acquérir une participation majoritaire dans de telles banques sans l'autorisation spécifique du gouvernement. Il ajoute que le Ministère des participations d'Etat, responsable de la gestion des entreprises d'Etat, va être aboli.

M. Schlesinger déclare qu'il est favorable à rendre publics les rapports du Sous-Comité de politique monétaire, en particulier celui relatif aux finances publiques; l'appui du Comité, en ce qui concerne les divers programmes de convergence des Etats membres, permettra d'obtenir un meilleur soutien de l'opinion publique. Il a le sentiment que l'objectif monétaire de l'Allemagne est correct mais que l'évolution ne l'est pas. La croissance de la masse monétaire est due en grande partie à la vive expansion du crédit en Allemagne; le crédit aux sociétés et aux ménages privés s'est accru de 12% en taux annuel à la fin du mois de mai; cependant, la formation monétaire de capital va en diminuant, de sorte que l'accroissement du crédit se reflète en quasi-totalité dans l'évolution de M3. La forte croissance de cet agrégat n'est donc pas uniquement une conséquence de la réorientation des obligations et des dépôts d'épargne à long terme vers M3; la vive progression des dépôts à terme est principalement due à un mouvement de fonds à partir de dépôts d'épargne à court terme, qui figurent tous les deux dans M3. D'autres facteurs n'ont pas été significatifs. L'Allemagne a connu d'importantes sorties de capitaux à long terme, sauf au mois de mai. Le déficit de la balance des paiements courants n'est pas financé par prélèvement sur les réserves mais par des importations de capitaux à court terme, qui sont généralement placés sous forme de dépôts dans le système bancaire allemand et qui ne rentrent pas dans la masse monétaire. La légère modification des réserves

de l'Allemagne en mai et en juin a été due principalement aux opérations de la Deutsche Bundesbank en dollars EU et à celles des autorités américaines en deutsche marks. La prochaine discussion au sein du Conseil de la Deutsche Bundesbank portera probablement sur la forte expansion du crédit en Allemagne mais les problèmes qui pourraient être créés par un relèvement des taux d'intérêt allemands pour les autres pays du SME sont également pris en considération. Il partage l'opinion des membres du SME que les taux de change doivent demeurer stables et déclare qu'il n'a jamais fait de référence à la dévaluation d'une monnaie du SME.

M. de Larosière note que le rapport ex post constate que les politiques monétaires des pays de la Communauté sont dans l'ensemble appropriées, bien qu'il faille revoir ce jugement si les risques suivants se manifestent: perspectives inflationnistes en Allemagne; possibilité d'une reprise économique plus faible que prévu; persistance du dosage erroné des politiques monétaires et budgétaires dans les pays de la Communauté; incertitudes durables entourant la ratification du Traité sur l'UEM. Il déclare que ces risques se concrétisent dans une certaine mesure. Il propose que le prochain rapport du Sous-Comité de politique monétaire analyse les points suivants: premièrement, l'amélioration de la situation inflationniste d'un pays par suite du resserrement de sa politique monétaire ne serait-elle pas plus que compensée par les conséquences néfastes pour d'autres pays? Deuxièmement, les politiques monétaires permettent-elles toujours de compenser l'incidence des politiques budgétaires inflationnistes ou de l'évolution des salaires? Troisièmement, dans quelle mesure l'incidence de taux d'intérêt très élevés réintroduirait-elle des tensions inflationnistes dans un pays comme la France où l'inflation est faible, la croissance des agrégats monétaires modérée et où des capacités disponibles existent dans l'économie? Il salue les remarques de M. Schlesinger qui déclare être conscient des conséquences de toute décision à prendre par la Deutsche Bundesbank sur ses partenaires de la CE; certains pays éprouveraient des difficultés à resserrer leurs politiques monétaires en vue d'éviter des difficultés au niveau du taux de change. Il ajoute qu'il ne comprend pas la phrase figurant au début du paragraphe 6, page 16, du rapport ex post qui dit, "Germany's traditional anchor role in the ERM may make it difficult for other countries - in spite of weaker domestic economic growth - to achieve and maintain a rate of inflation much below Germany's". En ce qui concerne les modifications de la

composition de M3 en Allemagne, M. de Larosière a le sentiment que, malgré les mouvements de dépôts à vue vers les dépôts à terme, l'allocation des ressources des banques en Allemagne peut contribuer à alimenter la croissance de l'agrégat monétaire. Enfin, il ne faudrait pas sous-estimer les contraintes que pourraient créer certaines politiques anti-inflationnistes en Allemagne pour divers pays.

M. Leigh-Pemberton déclare que la situation au Royaume-Uni est actuellement difficile. Le gouvernement est déterminé à s'en tenir à une politique anti-inflationniste fondée sur l'appartenance au MCE, qui commence à produire ses effets; le taux d'inflation publié est tombé en dessous de 4%, pour la première fois depuis plusieurs années. Il a toutefois été critiqué en raison de l'incidence de ces politiques sur l'économie réelle; la reprise se fait attendre et les critiques parlent de plus en plus de dévaluation, réalignement, voire retrait de la livre du MCE. Bien que le Premier Ministre et le chancelier de l'Echiquier aient chacun fait des déclarations fermes le week-end précédent, elles n'ont guère permis de renforcer la livre, à en juger d'après la réaction des marchés. Il salue également l'approche compréhensive de M. Schlesinger à l'égard des difficultés des partenaires de l'Allemagne dans le MCE, quoique la situation ait été aggravée lorsque les médias ont fait état de déclarations de la Deutsche Bundesbank au sujet d'un réalignement des monnaies du MCE.

M. Verplaetse déclare comprendre la position allemande et ajoute que tous les Etats membres sont intéressés par la stabilité des prix. Il note que la hausse des prix diminue en Allemagne mais préférerait que l'on ait davantage confiance dans une politique des revenus. Cependant, étant donné que l'Allemagne doit intervenir pour des raisons internes, il espère que la politique monétaire pourra être resserrée dans ce pays en recourant à des mesures autres qu'une modification des taux d'intérêt officiels.

M. Beleza déclare que le Comité ne devrait pas s'étendre trop longtemps sur les politiques budgétaires puisqu'elles ne se situent pas à l'intérieur des normes de référence. En ce qui concerne les remarques présentées dans le rapport au sujet de l'incidence des impôts indirects et de la différence entre les secteurs protégés et ouverts à la concurrence internationale à l'égard de l'inflation mesurée, cela peut donner à penser que la mesure des variables ne représente pas l'inflation véritable.

M. Schlesinger est d'accord avec la plupart des observations sur la situation en Allemagne; il peut être dangereux pour un pays de trop recourir à la politique monétaire et de ne pas avoir un dosage approprié entre les différents instruments de la politique monétaire. A plusieurs reprises, il a exprimé sa préoccupation au sujet du niveau élevé des subventions de taux d'intérêt en Allemagne, en particulier celles accordées aux nouveaux Länder; ce point a également été souligné dans les rapports mensuels de la Deutsche Bundesbank. Cependant, la priorité de la banque centrale allemande est la stabilité du niveau des prix. En réponse à la question de M. de Larosière, il déclare qu'à son avis toute modification des réserves obligatoires influencerait les taux d'intérêt du marché. Ces réserves sont déjà les plus élevées de tous les pays industriels et il n'est pas sûr qu'un nouveau relèvement agirait comme frein à l'expansion du crédit courant. En réponse à une question du Président, il déclare que l'affaiblissement de l'activité économique au deuxième trimestre de 1992 était attendu en raison de la forte croissance de l'économie allemande au cours des trois premiers mois de l'année. L'évolution de l'inflation est toujours décevante, de fortes hausses étant constatées en Allemagne orientale.

M. Christophersen déclare que les Ministres des Finances sont préoccupés par le fait que les programmes de convergence des Etats membres sont fondés sur deux hypothèses principales qui deviennent toutes deux de plus en plus irréalistes: taux de croissance suffisants durant les deux prochaines années; assouplissement des politiques monétaires entraînant un abaissement des taux d'intérêt. Les Ministres sont d'avis que la pression qu'ils exercent sur le contrôle des dépenses a donné de bons résultats dans un certain nombre de pays, mais que les stabilisateurs automatiques tendent à exercer un effet partiellement compensateur; ceci pourrait éroder davantage la crédibilité de divers programmes de convergence et de politiques de taux d'intérêt.

M. Doyle propose que le Sous-Comité de politique monétaire analyse l'évolution économique actuelle en projetant une situation dans laquelle une politique monétaire unique dans la Communauté existe, et détermine quelles modifications des politiques seraient possibles pour faire face à une situation où les conditions économiques dans un ou plusieurs pays s'écarteraient du reste. De plus, si les tensions sur les marchés se manifestaient auparavant habituellement en fonction des données

fondamentales en vigueur dans les Etats membres, celles qui sont apparues depuis le référendum danois peuvent être attribuées en grande partie à une imprécision institutionnelle généralisée.

M. Christodoulou déclare que l'inflation est revenue à environ 15% en Grèce et devrait tomber à près de 13% d'ici la fin de 1992, et que les rentrées fiscales s'accroissent à un rythme plus faible que prévu dans le budget. Le déficit de l'Etat, hors paiements d'intérêts, s'est réduit d'environ 7% du PIB, passant de 10,5% en 1989 à quelque 3% en 1991; en 1992, on devrait enregistrer un léger excédent. La croissance de la masse monétaire au sens large s'est régulièrement accélérée et se situe actuellement nettement au-dessus de la fourchette-objectif de 9-12% pour 1992. Cela n'est cependant pas dû à la forte demande de crédit mais est imputable à un ensemble de facteurs: évolution favorable de la balance des paiements et transfert plus important que prévu de titres d'Etat vers les dépôts bancaires. La politique monétaire n'a pas été assouplie. D'après certaines indications, l'expansion monétaire a atteint son sommet et a commencé de décélérer depuis juin; la banque centrale grecque s'efforce d'atténuer la croissance en élargissant l'écart entre les rendements des titres d'Etat et les taux des dépôts bancaires. Enfin, le gouvernement grec, suite à une recommandation de la Banque de Grèce, a adopté une législation interdisant le financement des déficits par cette dernière à partir de janvier 1994 et les limitant à la moitié du niveau courant en 1993.

M. Borges déclare que l'inflation dans la Communauté ne peut pas être attribuée à la politique monétaire. Cette dernière ne peut cependant pas rester passive car elle deviendrait rapidement laxiste. Dans ses analyses, le Sous-Comité de politique monétaire a adopté une approche s'étendant, dans la mesure du possible, à l'ensemble de la Communauté. Bien que la faiblesse de l'économie française soit imputable à un manque de confiance de la part du secteur des entreprises et des particuliers, on peut néanmoins estimer qu'une autre politique monétaire est possible dans ce pays et peut-être également au Danemark. Dans tous les autres pays de la Communauté, les autorités sont confrontées à un problème sérieux: faut-il nourrir les tensions inflationnistes? M. de Larosière souligne que les taux d'intérêt n'auront peut-être pas un impact suffisant pour ralentir la croissance monétaire. Pour savoir si la politique monétaire est appropriée, il convient de se demander si le niveau actuel des taux d'intérêt est assez élevé pour ralentir, éventuellement avec un effet différé, la croissance de

la masse monétaire. Dans le cas contraire, il conviendrait le cas échéant de resserrer la politique monétaire. L'exemple du Royaume-Uni à la fin des années quatre-vingt et celui de l'Espagne au cours des deux dernières années montrent combien il est difficile d'estimer à quel rythme la politique monétaire exercerait l'incidence requise sur les agrégats monétaires. En ce qui concerne la question de M. de Larosière au sujet de la phrase de la page 16 du rapport ex post, il faudrait la replacer dans le contexte, à savoir que de nombreux membres de la Communauté soutiennent que la discipline introduite traditionnellement par un faible niveau d'inflation en Allemagne n'existe plus; le niveau de l'inflation en Allemagne s'est érigé en norme dans la mesure où, si un pays tombe en dessous de ce niveau, la pression en faveur de nouveaux efforts de réduction de l'inflation peut ne pas être aussi forte. Pour ce qui est de la référence de M. Christophersen à l'impact des stabilisateurs automatiques, le rapport sur les finances publiques constate que les budgets nationaux sont devenus plus sensibles aux cycles économiques que cela a été le cas dans le passé.

Le Comité convient de transmettre le rapport des finances publiques aux Ministres des Finances selon la procédure habituelle.

VIII. Autres questions relevant de la compétence du Comité

1. Publication du "Livre bleu"

M. Rey rappelle que le Comité a décidé à sa séance de mai de publier le Livre bleu et a demandé au Secrétariat d'examiner les aspects pratiques d'une telle publication. La plupart des Suppléants sont favorables à sa distribution gratuite du fait principalement que la vente comporterait des coûts administratifs supplémentaires. Un Suppléant a cependant exprimé de fortes réserves; il prend en compte en particulier le fait que sa banque centrale aurait à supporter le coût de la traduction dans la langue de son pays, ce dont elle aimerait être dédommée. Une question de principe déjà abordée brièvement en liaison avec le Rapport annuel du Comité se trouve ainsi à nouveau posée. A l'époque, il avait été décidé de se pencher sur cette question avant la publication du prochain Rapport annuel. Les Suppléants estiment que le Comité devrait reprendre ce point en automne; dans l'immédiat, la solution adoptée se fondera sur l'opinion de la majorité.

M. de Larosière déclare qu'il se soumettra à l'opinion de la majorité, bien qu'il ne soit pas en faveur de la distribution gratuite, étant donné que l'élaboration de ce document a été coûteuse et que le fait de le donner pour rien pourrait conduire à des gaspillages. De plus, il existe une demande en faveur de la traduction du Livre bleu en français. Cependant, si la version anglaise était gratuite, on ne pourrait guère envisager de faire payer l'édition française. Il ne souhaite pas que cela soit considéré comme un précédent et admet que les principes en cause doivent faire l'objet d'un examen approfondi.

Le Comité convient de distribuer le Livre bleu gratuitement et de revenir en automne sur le principe général de l'élaboration des publications du Comité en différentes langues.

2. Réponse aux journalistes

Le Comité réaffirme que, lorsqu'ils répondent aux questions posées par les journalistes après la séance, les Gouverneurs peuvent se référer à leurs propres interventions sans faire état de ce qu'ont dit d'autres membres du Comité.

IX. Date et lieu de la prochaine séance

La prochaine séance du Comité des Gouverneurs se tiendra à Bâle, le mardi 8 septembre 1992 à 9 h 30.

* * *

Avant de conclure la séance, le Président rend hommage à M. Rubio, qui assiste pour la dernière fois à une séance du Comité des Gouverneurs, pour le rôle qu'il a joué dans la préparation de l'entrée de l'Espagne dans la Communauté européenne et dans la libéralisation du système bancaire espagnol, l'amélioration de l'efficacité de la surveillance bancaire et l'établissement d'un système monétaire plus stable en Espagne au cours de son mandat.

268ème SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS

le 14 juillet 1992

Sont présents:

Président du Comité des Gouverneurs	M. Hoffmeyer
Banque Nationale de Belgique	M. Verplaetse M. Rey* M. Michielsen
Danmarks Nationalbank	Mme Andersen M. Hansen
Deutsche Bundesbank	M. Schlesinger M. Tietmeyer M. Rieke
Banque de Grèce	M. Christodoulou M. Papademos M. Karamouzis
Banco de España	M. Rubio M. Rojo M. Linde
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 M. Saccomanni
Institut Monétaire Luxembourgeois	M. Jaans
Nederlandsche Bank	M. Duisenberg M. Szasz M. Bakker
Banco de Portugal	M. Beleza M. Borges M. Bento
Bank of England	M. Leigh-Pemberton M. Crockett M. Foot
Commission des Communautés européennes	M. Christophersen M. Pons
Secrétariat du Comité des Gouverneurs	M. Baer M. Scheller M. Guiomard

* Président du Comité des Suppléants