

PROCES-VERBAL*
DE LA 237^e SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS
DES BANQUES CENTRALES DES ETATS MEMBRES
DE LA COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE
TENUE A BALE, LE MARDI 11 JUILLET 1989 A 9 HEURES 30

Sont présents: le Gouverneur de la Banque de Grèce et Président du Comité, M. Chalikias, accompagné par MM. Papademos, Karamouzis et Brissimis; le Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique, M. Verplaetse, accompagné par MM. Rey et Michielsen; le Gouverneur de la Danmarks Nationalbank, M. Hoffmeyer, accompagné par M. Mikkelsen; le Président de la Deutsche Bundesbank, M. Pöhl, accompagné par MM. Gleske et Rieke; le Gouverneur du Banco de España, M. Rubio, accompagné par MM. Linde et Durán; le Gouverneur de la Banque de France, M. de Larosière, accompagné par MM. Waitzenegger et Cappanera; le Gouverneur de la Central Bank of Ireland, M. Doyle, accompagné par MM. O'Grady Walshe et Reynolds; le Gouverneur de la Banca d'Italia, M. Ciampi, accompagné par MM. Dini et Santini; le Président de la Nederlandsche Bank, M. Duisenberg, accompagné par MM. Szász et Boot; le Gouverneur du Banco de Portugal, M. Tavares Moreira, accompagné par MM. Pego Marques et Amorim; M. Crockett, Executive Director de la Bank of England, accompagné par M. Price; le Président de la Commission des Communautés européennes, M. Delors, accompagné par MM. Carré et Dixon; le Directeur Général de l'Institut Monétaire Luxembourgeois, M. Jaans; M. Kees, Secrétaire du Comité monétaire. Assistent en outre MM. Dalgaard et Raymond, Présidents des groupes d'experts. Le Secrétaire Général du Comité, M. Morelli, et son Adjoint, M. Bascoul, et MM. Scheller et Giles sont aussi présents, ainsi que MM. Bockelmann et Dagassan.

* Texte définitif, approuvé lors de la séance du 12 septembre 1989, et comportant par rapport au projet quelques modifications de caractère rédactionnel.

Le Président ouvre la séance en souhaitant la bienvenue à M. Verplaetse, le nouveau Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique. Les Gouverneurs connaissent le rôle important que M. Verplaetse a joué pendant des années dans l'élaboration de la politique économique de la Belgique et ils se réjouissent de pouvoir bénéficier de sa vaste expérience.

Il convient aussi de saluer l'entrée de la peseta dans le mécanisme de change du SME. En prenant cette décision, l'Espagne vise à atteindre l'objectif de faible inflation et de promotion de la stabilité, et contribue donc au renforcement de la coordination et de la convergence des politiques monétaires dans la Communauté.

M. Rubio remercie les Gouverneurs de leur coopération qui a rendu possible l'entrée de la peseta dans le mécanisme de change. En dépit des doutes qui ont pu exister sur la procédure à suivre, l'opération a pu être menée à bien aussi rapidement et efficacement que nécessaire. La décision espagnole pouvait apparaître un peu téméraire, étant donné le taux d'inflation en Espagne mais, d'une part, elle a été inspirée par ceux qui, notamment dans le "Comité Delors", plaidaient pour des actes et pas simplement des mots, d'autre part, elle reflète la conviction des autorités qu'il s'agit du meilleur choix pour assurer la stabilité de l'économie et la désinflation. Dans ce contexte, quelques jours après le Conseil européen de Madrid, le gouvernement a annoncé un budget rigoureux pour 1990. Le "policy mix" qui a été jusqu'ici assez problématique, la politique monétaire supportant l'essentiel du fardeau, devrait donc s'améliorer. Le gouvernement a déjà pris des mesures fiscales, le 7 juillet, visant à réduire la demande interne, d'environ 1% du PIB. A la même date, le Banco de España a adopté des mesures pour éponger les liquidités: relèvement de 0,75 à 14,5% de son taux d'intervention sur le marché monétaire et de 18 à 19% du coefficient des réserves obligatoires. Les autorités espagnoles sont conscientes de la nécessité de réduire l'inflation au plus vite pour éviter de créer des problèmes au sein du SME.

VI. Echange de vues sur les suites à donner au Conseil Européen

Le Président propose de réorganiser l'ordre du jour et de commencer par le point VI "Suite à donner au Conseil européen". En effet, au Conseil ECOFIN du 10 juillet, un calendrier extrêmement serré a été convenu pour le travail préparatoire nécessaire pour la première étape de l'union économique et monétaire, ce qui implique, si le Comité des Gouverneurs entend jouer un

rôle actif dans ce travail, que les Gouverneurs s'accordent au plus vite sur un programme. La Commission devrait soumettre à la Présidence du Conseil, d'ici fin juillet, un document de travail. Une première discussion devrait avoir lieu au cours du Conseil informel des 9 et 10 septembre. La Commission soumettrait ensuite ses propositions, y inclus les textes juridiques, sur lesquels le Comité devrait présenter ses vues au plus tard fin octobre. Si le Comité accepte ces suggestions, on pourrait tout d'abord entendre le Président Delors sur les décisions arrêtées par le Conseil européen à Madrid et se pencher ensuite sur le programme de travail. Au préalable, toutefois, quelques mots peuvent être dits sur le Conseil ECOFIN d'hier. Cette session restreinte a été consacrée à une discussion des politiques économiques et monétaires et de leur convergence ou, en d'autres termes, à un exercice de surveillance multilatérale. Le Gouverneur Chalikias a été invité à participer à cette session en sa qualité de Président du Comité des Gouverneurs, invitation qui a été formulée dans une lettre de M. Bérégovoy, Président du Conseil, dont une copie est remise en séance aux Gouverneurs. Ainsi qu'il l'a indiqué dans sa lettre, M. Bérégovoy a confirmé durant la session qu'il a l'intention d'inviter tous les Gouverneurs à participer au prochain exercice de surveillance qui pourrait avoir lieu au cours de l'automne, à nouveau en séance restreinte. Il s'agit là d'un point sur lequel le Président n'a donné aucune réaction pour réserver aux Gouverneurs la possibilité d'en discuter ici.

M. Delors rend compte brièvement du Conseil européen de Madrid. Les Gouverneurs ont pu juger à S'Agaró des positions de chaque pays, en particulier soit une certaine hostilité aux propositions contenues dans le paragraphe 39 du rapport sur l'union économique et monétaire, soit des réserves ou des conditions mises par certains pays. De ce point de vue, entre S'Agaró et Madrid la situation a évolué d'une manière positive pour trouver un consensus, dans une ambiance très bonne contrastant avec les propos aigres-doux qui avaient été échangés après la publication du rapport. Compte tenu de l'absence d'accord pour partir du paragraphe 39 du rapport et de l'évolution positive dans certains pays, trois points, étroitement liés au rapport, ont été proposés dans la conclusion tirée par le Président Delors.

- 1) Le processus unique de création d'une union économique et monétaire (ci-après UEM) est initié par un clair engagement unique qui figure dans les conclusions du Conseil européen.
- 2) Le Conseil européen accepte les paragraphes 64 à 66 du rapport, qui avaient été proposés par M. Duisenberg.

- 3) Le Conseil européen accepte que la première étape commencera le 1er juillet 1990 en même temps que l'achèvement de la libération des mouvements de capitaux.

Le Conseil européen a accepté ces trois conclusions et a donc confirmé son engagement et celui des douze Etats membres de progresser vers l'UEM. Le paragraphe 39 n'ayant pas été accepté, le rapport n'est pas la base des travaux qui vont être engagés mais une bonne base pour ces travaux. Dans les conclusions du Conseil, trois principes importants ont été rappelés:

- le parallélisme nécessaire entre l'union économique et l'union monétaire, ce rappel étant d'autant plus nécessaire que, entre la publication du rapport et le Conseil de Madrid, certaines théories avaient été avancées selon lesquelles il suffisait de faire l'union monétaire, et l'union économique irait de soi; cette thèse n'a pas recueilli l'accord des Chefs d'Etat et de gouvernement qui ont bien mis l'accent sur le parallélisme;
- le principe de subsidiarité (certains reprochent au rapport d'avoir une conception trop centralisée de l'UEM);
- la prise en compte des situations spécifiques, c'est-à-dire des transitions nécessaires pour certains pays.

Le Conseil européen a décidé que les travaux préparatoires devraient commencer immédiatement en distinguant nettement la première phase des autres.

En ce qui concerne la première étape, le Président Delors a indiqué aux Ministres des Finances, le 10 juillet, en présence du Président du Comité des Gouverneurs, qu'il appartenait à ce Comité de réfléchir et de faire des propositions, en collaboration avec les institutions qu'il souhaitera, sur la manière d'améliorer ou de modifier la Décision du Conseil du 8 mai 1964. Les Ministres des Finances, hier, ont prévu un calendrier mais ont laissé au Comité des Gouverneurs le soin de réfléchir à la manière d'appliquer les principes de la première étape. Ces principes, présentés dans le rapport, sont les suivants. Sur le plan économique: réalisation du grand marché et intensification de la politique de concurrence, poursuite des politiques visant à une plus grande cohésion économique et sociale, mise en oeuvre d'une nouvelle procédure de convergence. Sur le plan monétaire: réalisation du marché commun des services financiers, élargissement du mécanisme de change à tous les pays membres, levée des obstacles à l'utilisation privée l'Ecu, organisation du Comité des Gouverneurs. C'est sur ces bases-là,

puisque le rapport a été accepté pour la première étape, que chaque institution responsable doit travailler.

Parallèlement devront démarrer les travaux pour les phases ultérieures qui ne sont pas les étapes 2 et 3 du rapport puisqu'il n'y a pas eu unanimité sur elles. Il est apparu que si l'on accepte les définitions de l'UEM du rapport, cinq questions principales font l'objet de discussions, de contestations et pourront faire l'objet de contre-propositions de la part de certains Etats membres.

- 1) Quel niveau de centralisation donner à l'UEM et, en fonction du niveau retenu, quelle traduction en donner sur le plan institutionnel: création d'un système européen de banques centrales, renforcement des institutions économiques existantes ou création d'une nouvelle. A cet égard, les règles contraignantes proposées dans le rapport pour le domaine budgétaire ont suscité la crainte, à Madrid, de conduire vers un Etat à structure fédérale. En fait, dans un Etat fédéral, 60 à 70% des dépenses publiques sont réalisées au niveau fédéral alors que, dans l'UEM telle qu'elle est proposée, la proportion serait seulement de 3 à 4%. Cela relativise le problème de la centralisation et montre que les gouvernements restent largement maîtres, à travers leurs politiques budgétaires, de leurs politiques, par exemple de sécurité interne, de l'éducation, de sécurité sociale et de santé.
- 2) La responsabilité démocratique ou "democratic accountability", c'est-à-dire la question de savoir qui est responsable devant quoi. Cette question est très importante, en particulier pour le Royaume-Uni, et on n'y répond pas en disant simplement qu'on renforcera les pouvoirs du Parlement européen. C'est plus compliqué que cela puisque l'on doit associer les Parlements nationaux à ce processus, compte tenu de la conception actuelle de l'Europe.
- 3) Le rôle des politiques d'accompagnement. Cette question a été traitée dans le rapport où les différents critères de localisation des investissements et des activités sont présentés. Toutefois, c'est vers 1992 que l'on saura si les politiques structurelles mises en oeuvre par la Décision du Conseil européen de février 1988 auront donné les effets positifs attendus.
- 4) Le contenu des règles obligatoires en matière économique et monétaire. Deux gouvernements sont un peu effrayés par l'ampleur des obligations

résultant de l'UEM telle qu'elle est conçue dans le rapport, ampleur qu'ils jugent excessive pour eux.

- 5) La monnaie commune. En faut-il une et sera-t-elle l'Ecu? Il s'agit là aussi d'une question controversée.

Ces questions, qui sont apparues plus nettement à Madrid qu'à S'Agaró, se posent à l'intérieur des définitions de l'UEM données dans le rapport. Il semble qu'un pays au moins, le Royaume-Uni, va faire des contre-propositions qui mettront en cause ces définitions. Il peut y avoir d'autres conceptions de l'UEM, entraînant un changement des définitions. Il convient donc de distinguer entre les questions controversées à l'intérieur des définitions données dans le rapport et les questions qui pourraient être posées par une autre approche générale du problème de l'UEM.

A Madrid, la discussion a aussi porté sur le futur de la construction européenne à propos de l'UEM. Certains auraient voulu un calendrier plus engageant, parce qu'ils veulent aller plus loin dans la construction de l'Europe et que, pour eux, l'UEM est le passage obligatoire.

M. Delors précise qu'il est à la disposition des Gouverneurs s'ils souhaitent des précisions quant aux débats du Conseil européen, et que la Commission est à la disposition du Comité pour contribuer à la réflexion sur la Décision de mai 1964. Bien entendu, comme cela a été dit aux Ministres, il appartient au Comité de prendre les initiatives nécessaires dans ce domaine. La contrainte qui s'impose à tous résulte de la décision des Ministres des Finances de consacrer l'intégralité du prochain Conseil ECOFIN informel à Antibes, les 9 et 10 septembre, à discuter de ces questions. L'objectif politique est que, au Conseil européen de décembre à Strasbourg, les Chefs d'Etat et de gouvernement puissent acter que les travaux préparatoires de la première étape ont été terminés et que les nouveaux textes seront adoptés avant la fin de 1989.

Le Président remercie M. Delors pour les informations très intéressantes qu'il a données et propose d'aborder le programme de travail. Il convient tout d'abord de souligner que le Comité devrait participer à toutes les phases de la préparation de la mise en oeuvre de la première étape de l'UEM, ce qui signifie que le Comité devrait examiner et se prononcer sur le document de travail de la Commission et les projets de textes juridiques, en particulier concernant les aspects monétaires, avant qu'ils soient soumis à la Présidence du Conseil. Sur ce point les propos tenus par le Président Delors ont été rassurants. La nouvelle Décision qui remplacera celle

de mai 1964 définissant la mission du Comité des Gouverneurs, devrait formaliser les fonctions et organisation actuelles du Comité tout en assurant son statut et en renforçant son autorité et son autonomie. Il serait également souhaitable que la nouvelle Décision ne contienne que des règles ou lignes générales, afin d'assurer la souplesse et l'adaptabilité nécessaires pour le fonctionnement et les activités du Comité. En outre, il apparaît nécessaire de renforcer le Secrétariat actuel du Comité en recrutant ou en détachant, à Bâle, de banques centrales un petit nombre d'économistes très qualifiés et expérimentés qui pourraient évaluer les conditions monétaires et assister les Gouverneurs dans l'élaboration de la politique monétaire pour la Communauté dans son ensemble. Le renforcement du Secrétariat sera particulièrement nécessaire si le Comité développe son activité dans des secteurs nouveaux comme cela est proposé dans le rapport sur l'UEM. Enfin, il conviendra d'instituer les trois sous-comités mentionnés dans le rapport, l'objectif étant que leur travail soit orienté vers les politiques et l'avenir.

Etant donné le calendrier très serré, il apparaît souhaitable d'inviter les Suppléants à commencer les travaux sur la préparation de la première étape et à présenter un rapport intérimaire au début de septembre. Les Gouverneurs discuteraient ce rapport avant la réunion informelle du Conseil ECOFIN des 9 et 10 septembre. La date et le lieu pour cette discussion pourront être fixés ultérieurement, après consultation. Il semble clair que la priorité devra être donnée aux aspects techniques et juridiques des questions relatives aux activités du Comité dans la première étape ainsi qu'aux moyens d'assurer le parallélisme entre les aspects économiques et monétaires. Plus tard, les Suppléants pourront dresser une liste des questions à examiner dans le cadre de la préparation de la conférence intergouvernementale.

M. de Larosière remercie d'une part le Président d'avoir si clairement exposé ses vues sur les travaux, vues qu'il partage largement, d'autre part le Président de la Commission pour l'exposé très clair et très dense sur le Conseil européen de Madrid et les questions qui sont maintenant ouvertes; il souhaite renforcer ou souligner quelques aspects. En premier lieu, le Comité doit renforcer son rôle en matière de coordination des politiques monétaires des Etats membres, ce qui signifie donner au Comité une influence sur les événements monétaires plus forte, plus sensible et plus apparente que celle qui a caractérisé jusqu'à présent ses travaux. Cette influence accrue pourrait être obtenue de plusieurs manières.

Tout d'abord, le Comité doit être vu comme un vrai Comité avec un profil et une indépendance qui en fassent un partenaire très sérieux; toute l'action du Comité devrait être inspirée par ce principe. En deuxième lieu, le Comité doit être équipé intellectuellement et techniquement pour jouer un rôle prospectif et actif dans le rapprochement des politiques monétaires. A cette fin, comme l'a indiqué le Président, il faudra un vrai Secrétariat économique et pas seulement un Secrétariat logistique qui est excellent, et on peut rendre hommage à M. Bascoul. Il faudra quelque chose de plus structuré, quelques économistes de grand talent détachés des banques centrales qui pourront éclairer les Gouverneurs sur la manière de concevoir une meilleure politique économique européenne. Il ne s'agit pas d'établir une grosse administration mais de réunir un petit nombre de personnes de qualité, bien en prise sur les problèmes et avec lesquelles les trois sous-comités devront dialoguer dans un esprit prospectif et orienté vers l'action. A cet égard, l'idée de demander aux Suppléants de préparer, sur toutes ces questions, des propositions d'actions, pour septembre, est excellente.

En ce qui concerne la nouvelle Décision qui remplacera celle de mai 1964, les Gouverneurs doivent être très vigilants quant à la rédaction, étant donné qu'il s'agit d'un texte de base destiné en particulier à marquer le renforcement du Comité. Il convient donc que les Gouverneurs examinent soigneusement ce texte avant qu'il ne soit soumis à quelque instance que ce soit de la Communauté. En fait, l'élaboration du texte ne devrait pas être très compliquée, car la Décision de 1964 est bien rédigée et il suffirait de peu pour la mettre à jour. Les experts pourraient faire cela en quelques jours et, en liaison avec la Commission, proposer un texte qui pourrait recueillir l'accord des Gouverneurs.

Enfin, il faut que le parallélisme entre l'économique et le monétaire soit bien assuré. Cet élément est une des bases du rapport sur l'UEM et, de ce point de vue, l'exercice de surveillance multilatérale, auquel les Ministres des Finances viennent de procéder, est très important. Si on veut progresser dans les deux voies économique et monétaire, il faut un Conseil des Ministres prenant en charge la macro-économie de la Communauté, et un Comité des Gouverneurs s'occupant de la politique monétaire. Plus ces deux instances se renforceront, mieux cela vaudra. On peut donc se réjouir de la qualité du premier exercice de surveillance multilatérale qui a eu lieu au Conseil ECOFIN, le 10 juillet, et on peut souhaiter qu'il

y ait une émulation entre les Ministres des Finances d'un côté, et les Gouverneurs de l'autre, pour créer deux pôles d'action économique et monétaire permettant de progresser.

M. Ciampi marque son accord avec les propos du Président et a pris note avec plaisir des informations données par M. Delors. Il faut maintenant travailler avec célérité et en profondeur afin de baliser le chemin à parcourir, conformément aux principes qui ont été retenus dans le rapport pour la première étape de l'UEM. Les Suppléants ont donc un travail urgent à accomplir pour lequel les grandes lignes peuvent être données dès aujourd'hui, quitte à mieux les préciser ultérieurement. Il faut en effet que les Gouverneurs soient bien préparés et prêts pour la prochaine session du Conseil ECOFIN et, en premier lieu, la réunion informelle des 9 et 10 septembre. Si des problèmes, soumis par les Suppléants, sont à résoudre, les Gouverneurs pourraient recourir à la conférence téléphonique, étant donné l'expérience concluante qui a eu lieu lors de l'entrée de la peseta dans le mécanisme de change. On ne peut que se féliciter de constater le consensus qui existe pour passer des examens des situations ex post à des examens ex ante. La Banca d'Italia a vivement recommandé depuis longtemps cette approche qui est nécessaire pour progresser vers une politique économique commune et surtout vers une politique monétaire commune. Il faudra aussi prendre des mesures d'intendance et constituer un noyau de forces jeunes et enthousiastes qui soutiendra la Présidence du Comité des Gouverneurs et devrait lui être subordonné directement. Les trois sous-comités devront coordonner leurs activités avec cet état-major et présenteront leurs propositions que les Gouverneurs pourraient être appelés à adopter au fur et à mesure de l'avancement des travaux.

M. Duisenberg remercie le Président et le Président de la Commission pour les explications qu'ils ont fournies et marque son accord avec MM. de Larosière et Ciampi quant au travail immédiat à entreprendre. Le calendrier adopté par les Ministres des Finances est serré mais il convient de s'y adapter. La première tâche consiste à réviser la Décision du 8 mai 1964. Ce texte donne déjà un mandat très large au Comité des Gouverneurs et permettrait à celui-ci de faire pratiquement tout ce qui est proposé dans le rapport sur l'UEM. Toutefois, dans ce rapport, il est prévu, au paragraphe 52, de remplacer la Décision du 8 mai 1964. La nouvelle décision devrait souligner à nouveau les grands principes qui soustendent la mission du Comité et devrait être suivie, comme cela a été fait en octobre 1964,

par l'adoption, par le Comité, d'un règlement intérieur correspondant au nouveau cadre.

Le renforcement du rôle du Comité dans les textes ne semble pas difficile à réaliser car les principaux éléments figurent déjà dans les trois tirets du paragraphe 52 du rapport. Les Suppléants devraient entreprendre immédiatement cet exercice de rédaction en collaboration avec la Commission, afin que les Gouverneurs aboutissent à un accord avant le Conseil ECOFIN informel. Le but principal est de renforcer le Comité; les procédures, l'étoffement du Secrétariat avec un personnel restreint sont aussi nécessaires mais il faut laisser cela au Comité qui en décidera le moment venu.

M. Duisenberg évoque la lettre de M. Bérégovoy au Président du Comité; il rappelle que le principe de base dans le rapport sur l'UEM est qu'un futur système européen de banques centrales doit être autonome et indépendant. Aux Pays-Bas, par exemple, l'indépendance de la banque centrale est soulignée par le fait que son président s'abstient soigneusement de participer aux réunions du gouvernement. En se fondant sur cet exemple national, il suffirait que le Comité soit représenté aux sessions du Conseil ECOFIN par son Président qui exprimerait l'avis collectif des Gouverneurs. M. Duisenberg indique qu'il n'est pas très en faveur de participer ou d'être présent aux exercices de surveillance multilatérale du Conseil et qu'il s'estimerait pleinement représenté par le Président. Si le Comité est d'accord, on pourrait répondre dans ce sens à M. Bérégovoy.

Le Président partage largement l'avis de M. Duisenberg sur la participation des Gouverneurs aux exercices de surveillance multilatérale et souhaiterait connaître les vues des autres Gouverneurs afin de pouvoir donner une réponse à M. Bérégovoy. En ce qui concerne la Décision du 8 mai 1964, les amendements à y apporter pourraient être assez minimes et, comme en 1964, le Comité pourrait ultérieurement fixer le règlement intérieur.

M. Pöhl remercie le Président et le Président Delors pour les informations très utiles qu'ils ont données; il marque son accord avec l'essentiel de ce qui a déjà été dit autour de la table, à l'exception toutefois de l'idée d'urgence. En effet, il n'y a pas actuellement de crise et il est très important de discuter très soigneusement les conséquences des décisions à prendre par les Gouverneurs. La Décision du Conseil concernant le Comité des Gouverneurs et son renforcement est peut-être le seul élément un peu plus urgent; il s'agit cependant d'un texte juridique qui doit être préparé très sérieusement étant donné les

conséquences d'une grande portée qu'il peut avoir. On pourrait se passer d'un nouveau texte et réaliser ce qui est proposé dans le rapport sur l'UEM avec la Décision du 8 mai 1964, toutefois, une nouvelle Décision peut revêtir une importance symbolique plus grande si le Conseil confirme non seulement le contenu du texte de 1964 mais affirme fermement l'objectif d'un Comité des Gouverneurs doté d'un profil plus élevé à la fois dans l'opinion publique et dans le processus décisionnel en Europe, et si, en outre, il exprime la volonté des gouvernements, en particulier des Ministres des Finances, de renforcer l'indépendance des banques centrales nationales. Ce dernier aspect est aussi mentionné dans le rapport sur l'UEM mais il n'a pas été évoqué dans les discussions publiques. Or, c'est un point très important, car on ne peut pas avoir un Comité des Gouverneurs plus indépendant, représentant une sorte de noyau du futur système européen des banques centrales si ses membres ne jouissent pas d'une indépendance suffisante dans leurs pays. Ce point est essentiel et doit être pris en compte par le Président de la Commission et tous les responsables concernés.

Les éléments de la nouvelle Décision ont été décrits dans le rapport sur l'UEM et peuvent être rappelés brièvement: le Comité serait habilité à formuler des avis à l'intention des Ministres sur les politiques susceptibles d'affecter notamment le fonctionnement du SME; il formulerait également des avis sur les politiques monétaires nationales qui, sans être contraignants, auraient certainement une influence morale. Enfin, le Comité devrait être invité à élaborer, non pas tout de suite une politique monétaire commune, mais une politique monétaire convergente. Les politiques monétaires nationales resteraient de la compétence des banques centrales individuelles mais le Comité s'assurerait qu'elles soient cohérentes, en particulier avec les objectifs fondamentaux retenus dans le rapport, notamment la stabilité des prix. Il serait utile que tous ces éléments soient formalisés dans la nouvelle Décision du Conseil. Une fois celle-ci adoptée, le Comité pourra décider librement, sans instruction du Conseil, son organisation, c'est-à-dire les sous-comités à établir et le personnel nécessaire. Comme il a déjà été dit, une sorte de base intellectuelle apparaît nécessaire pour préparer la formulation de politiques monétaires convergentes. Cela pourrait évidemment être fait dans le Comité lui-même, mais il semble utile de disposer d'un groupe limité, compétent et indépendant, disons de conseillers économiques, qui préparerait cette formulation. Il conviendra de réfléchir soigneusement au statut à donner à ce personnel, par exemple celui de fonctionnaires de

la BRI ou, mieux, un statut un peu plus indépendant. Tous ces aspects devront être discutés par les Suppléants.

Il sera très important de trouver les moyens pour exprimer d'une manière appropriée les vues des Gouverneurs tant dans les réunions du Conseil ECOFIN que publiquement. En effet, si les Gouverneurs ne se manifestent jamais publiquement et laissent cela aux Ministres, ils ne peuvent pas s'attendre à être connus et à être perçus comme engagés dans le développement vers un système européen de banques centrales. Cet aspect reflète peut-être davantage l'expérience en Allemagne mais il a son importance, par exemple si les Gouverneurs recueillent le soutien de l'opinion publique dans la formulation d'une politique monétaire prudente orientée vers la stabilité, les gouvernements ne peuvent pas l'ignorer.

Dans cette perspective, la lettre de M. Bérégovoy n'est pas une approche appropriée et elle est en opposition avec les propositions du rapport pour un Comité des Gouverneurs plus indépendant dans le processus vers l'union économique et monétaire. La participation de tous les Gouverneurs à ces sessions du Conseil ECOFIN affaiblirait le Comité. Il conviendrait donc de répondre à M. Bérégovoy en indiquant qu'au moins quelques Gouverneurs estiment qu'ils sont parfaitement représentés par le Président du Comité. On pourrait aussi rappeler que les Gouverneurs se retrouvent deux fois par an avec les Ministres dans les réunions informelles du Conseil ECOFIN. En outre, une question de principe se pose: il n'apparaît pas acceptable que les exercices de surveillance multilatérale faits par les Ministres des Finances et préparés par la Commission incluent les politiques monétaires. En Allemagne, il serait totalement inconcevable que la politique monétaire soit soumise à la surveillance du Ministre des Finances et il devrait en être de même en Europe.

M. Pöhl conclut en indiquant qu'il est d'accord pour que les Suppléants commencent leurs discussions sur l'organisation du travail du Comité mais, dans l'immédiat, le plus important est de préparer la nouvelle Décision du Conseil remplaçant celle de mai 1964, dans le bon esprit de coopération souligné par le Président Delors et en tenant compte des éléments déjà décrits et agréés par les Gouverneurs.

Le Président suggère que les Gouverneurs tiennent une réunion, en liaison avec la réunion informelle d'Antibes, peut-être le vendredi 8 septembre, pour revoir l'ensemble des sujets, mais cette suggestion devra être réexaminée car certains Gouverneurs ne sont pas assurés d'être libres.

M. Hoffmeyer partage l'avis de M. Duisenberg qu'il faut se limiter à amender la Décision du 8 mai 1964 en incorporant les trois tirets du paragraphe 52 du rapport; il souhaiterait savoir si la Commission partage également cet avis et s'il est nécessaire ou utile d'informer le Conseil ECOFIN que les autres éléments contenus dans ce paragraphe 52 seront pris en compte ultérieurement quand le Comité révisera son règlement intérieur.

M. Crockett exprime les regrets du Gouverneur Leigh-Pemberton de ne pas être présent et remercie le Président et le Président de la Commission de leurs exposés très éclairants. Le Royaume-Uni est disposé de procéder selon le calendrier établi, même si celui-ci est serré. Toutefois, comme M. Pöhl l'a souligné, il n'y a pas lieu de précipiter la prise de décision pour ce qui est des procédures, des structures et de l'organisation. S'agissant de construire pour l'avenir, il ne faut pas le faire de manière hâtive, mais au contraire il faut prendre le temps pour faire un travail minutieux et responsable. Les Suppléants devraient donc aborder les questions, même au prix de réunions en été si c'est indispensable, afin de faire progresser le dossier dans les délais prévus.

En ce qui concerne la participation des Gouverneurs aux sessions du Conseil ECOFIN, M. Crockett comprend les raisons avancées par certains membres à l'encontre d'une participation, mais il souhaite réserver la position de son Gouverneur sur ce point et souhaite donc qu'on envisage une réponse nuancée à la lettre de M. Bérégovoy.

M. de Larosière revient sur cette question de la participation des Gouverneurs aux sessions du Conseil ECOFIN. Les remarques de MM. Pöhl et Duisenberg sont tout à fait compréhensibles, mais il serait néanmoins utile de procéder à un exercice de surveillance multilatérale, par exemple au cours des réunions informelles du Conseil ECOFIN, où Ministres et Gouverneurs sont ensemble. Les Gouverneurs participent à de tels exercices dans le cadre du Groupe des 7 et il ne faudrait pas rejeter l'idée de participer à un exercice de bouclage macro-économique au niveau de la Communauté. On peut comprendre que des Gouverneurs aient une réticence à participer systématiquement à de nombreuses sessions du Conseil ECOFIN et qu'ils préfèrent être représentés par le Président du Comité. Toutefois, il ne faudrait pas décourager les Ministres des Finances à associer les Gouverneurs à un exercice macro-économique qui serait fait à des périodicités étendues. On pourrait essayer d'orienter cet exercice vers les réunions informelles qui sont souvent occupées par des questions fiscales, auxquelles les

Gouverneurs ne peuvent pas apporter de contribution. Il serait donc indiqué, comme l'a suggéré M. Crockett, d'avoir une position ouverte et nuancée dans la réponse à la lettre de M. Bérégovoy.

M. Doyle partage largement l'approche de M. de Larosière et estime qu'on pourrait distinguer entre la participation des Gouverneurs, pour laquelle la représentation par le Président du Comité serait préférable, et leur présence qui pourrait être davantage acceptable. De toute manière, cette question pourrait être gardée ouverte car elle mérite encore réflexion.

M. Doyle demande à M. Delors de préciser les textes qui, selon le souhait du Conseil européen, devraient être révisés d'ici la fin de 1989 et s'interroge sur l'urgence qui existe dans ce domaine.

M. Ciampi précise que l'urgence des travaux des Suppléants, dont il a parlé, ne s'applique qu'à ce qui doit être prêt pour le prochain Conseil ECOFIN informel. S'agissant de l'organisation interne du Comité, qui relève exclusivement de la compétence des Gouverneurs, on a plus de loisir pour en discuter et il faudra y consacrer le temps nécessaire, ce qui portera bien au-delà de septembre.

En ce qui concerne la lettre de M. Bérégovoy, les remarques faites jusqu'à présent s'orientent vers une réponse plutôt négative, sans exclure que, dans certaines occasions, par exemple les réunions informelles du Conseil ECOFIN, un exercice de bouclage ou de surveillance multilatérale ait lieu avec la participation des Gouverneurs. Le renforcement de l'autonomie que les Gouverneurs entendent poursuivre, tant au niveau national que communautaire, devrait les amener à éviter de prendre des positions qui pourraient être interprétées à l'extérieur comme un aveu de faiblesse, l'aveu, peut-être, que les Gouverneurs ne savent pas exercer et affirmer cette autonomie en toutes circonstances. En conséquence, si l'on estime qu'un exercice de surveillance multilatérale peut être organisé dans le cadre d'un Conseil informel, on ne devrait pas l'exclure mais au contraire faire l'expérience et vérifier si un tel exercice est effectivement une manière de limiter l'autonomie des Gouverneurs.

M. Rubio partage les observations faites par M. Duisenberg sur les conséquences et les inconvénients d'une participation des Gouverneurs aux sessions du Conseil ECOFIN; il serait très difficile, dans de telles circonstances, d'exprimer des vues divergentes et la participation pourrait alors se réduire à une simple présence silencieuse. Il apparaît toutefois délicat de dire que les Gouverneurs ne veulent pas participer aux exercices

de surveillance multilatérale, même pas y assister. La réponse à la lettre de M. Bérégovoy pourrait donc être retardée, afin d'y réfléchir davantage; comme l'a suggéré M. Pöhl, on pourrait peut-être se concertér à Antibes pour trouver une formule qui ménage l'avenir.

M. Pöhl rappelle que pour lui la question se pose en termes différents. Il ne s'agit pas de savoir si l'on participera à telle ou telle session du Conseil ECOFIN; jusqu'au début des années 1970, les Gouverneurs y participaient régulièrement mais sans pouvoir apporter une contribution réelle et, de ce fait, la pratique est tombée en désuétude. Il s'agit d'une question de principe très importante: le Président de la Deutsche Bundesbank ne peut pas accepter que la politique monétaire menée en Allemagne soit soumise à une surveillance soit de la Commission, soit des Ministres des Finances; une telle procédure n'est conforme ni avec la loi en République fédérale, ni avec l'indépendance de la Bundesbank. Les Gouverneurs doivent souligner très clairement que la coordination et la surveillance des politiques monétaires est strictement réservée au Comité. Bien entendu, le Président du Comité présenterait les résultats de ce processus de coordination et de surveillance aux Ministres mais ceux-ci ne doivent et ne peuvent pas y participer. Le Président du Comité devrait donc répondre à M. Bérégovoy dans ce sens car il ne doit pas y avoir de malentendu dans ce domaine. Si le Comité entend avoir un profil plus élevé, il doit être indépendant des gouvernements et des Ministres des Finances. Il s'agit-là précisément d'un test très important du renforcement et de l'indépendance du Comité.

En République fédérale, cette question de principe est fondamentale et il est absolument inconcevable que le gouvernement procède à une surveillance de la politique monétaire de la Bundesbank. Si le Ministre des Finances veut apporter une contribution, il peut assister à une réunion du Conseil de banque centrale; il n'a aucun droit de vote mais peut exprimer des opinions, le Conseil prend celles-ci en considération et décide ce qui lui paraît approprié. Il est évidemment exclu que, par la suite, le Président de la Bundesbank se rende à un Conseil ECOFIN et doive se justifier dans cette enceinte et expliquer que les récentes mesures prises sont raisonnables.

M. Verplaetse se rallie à la proposition de M. Duisenberg quant à la participation des Gouverneurs aux sessions formelles du Conseil ECOFIN. Si on veut renforcer le prestige du Comité, il faut aussi renforcer le prestige de son Président. Dans cet esprit, on pourrait allonger la durée du mandat du Président. On pourrait ainsi, en augmentant le prestige et le

profil du Président, contribuer, peut-être, à résoudre le problème de façon non dogmatique.

M. de Larosière reconnaît que M. Pöhl ne peut pas accepter qu'un organisme national ou européen dicte à la Bundesbank ce qu'elle doit faire car cela n'est pas conforme à sa charte. Puisqu'il n'y a pas d'urgence pour répondre à la lettre de M. Bérégovoy, les Gouverneurs pourraient réfléchir sur l'idée suivante. En effet, si l'on veut avoir une politique monétaire orientée vers des examens communautaires ex ante, il est souhaitable de participer, par exemple deux fois par an, à un exercice macro-économique ECOFIN au cours duquel on chercherait à comprendre les objectifs communautaires en matière de croissance, de stabilité, à dégager la cohérence macro-économique de la CEE, mais pas à définir les politiques monétaires qui doivent être menées par tel ou tel pays. En fait, certains pays de la CEE procèdent déjà à ce type d'exercice dans le cadre du Groupe des 7, sans le considérer comme une atteinte à l'indépendance des banques centrales. Les Gouverneurs devraient donc approcher la question soulevée dans la lettre de M. Bérégovoy d'une manière pragmatique et essayer de trouver un moyen positif et constructif, par exemple l'idée d'avoir l'exercice de surveillance multilatérale lors des réunions informelles du Conseil ECOFIN auxquelles les Gouverneurs participent de toute manière. Une telle procédure n'empiéterait pas sur l'indépendance des Gouverneurs et n'affecterait pas la qualité de leur travail; en outre, elle éviterait d'entrer dans une sorte de conflit qui n'apparaît pas nécessaire.

M. Tavares Moreira reconnaît que la question est délicate et que, comme l'a indiqué M. Pöhl, il s'agit du véritable test de l'indépendance du Comité et des banques centrales. On peut distinguer toutefois deux aspects:

- d'une part, les Gouverneurs pourraient exclure leur participation régulière aux sessions formelles du Conseil ECOFIN consacrées à la surveillance multilatérale, étant donné qu'ils sont pleinement représentés par le Président du Comité;
- d'autre part, les Gouverneurs pourraient accepter la possibilité, deux fois par an, de réunions conjointes avec les Ministres des Finances au cours desquelles tous les participants discuteraient librement des questions tant économiques, budgétaires que monétaires. En d'autres termes, les Gouverneurs discuteraient les questions budgétaires dans le même esprit et la même capacité que les Ministres des Finances discuteraient les questions

monétaires et sans aboutir à des décisions sur les questions relevant de la compétence des Gouverneurs; dans cet esprit, on pourrait donc suivre les suggestions de MM. de Larosière et Ciampi.

M. Delors répond tout d'abord aux questions posées par MM. Hoffmeyer et Doyle. Le Conseil européen a dit que le rapport était une bonne base pour étudier l'union économique et monétaire, mais il a précisé que, pour la première étape, c'était la base. Par conséquent, comme certains l'ont déjà dit, il s'agit d'appliquer ce qui figure dans les paragraphes 51 pour le domaine économique et 52 pour le domaine monétaire. En deuxième lieu, la Commission attendait les délibérations du Comité pour organiser son travail et elle est à la disposition des Suppléants si les Gouverneurs le souhaitent. M. Pöhl a dit qu'il fallait insister sur un des points du paragraphe 52, à savoir l'utilité d'étendre la portée de l'autonomie des banques centrales. Ce point figurera dans le document de travail que la Commission préparera pour le Conseil. Il serait aussi utile de savoir si le Comité souhaite traiter un autre point du paragraphe 52, à savoir la levée de tous les obstacles à l'usage privé de l'Ecu.

Les textes juridiques qui devraient être revus sont au nombre de six et sont les suivants:

- 1) Décision du Conseil du 18 février 1974 relative à la réalisation d'un degré élevé de convergence des politiques économiques des Etats membres de la CEE.

Cette Décision doit être revue pour s'adapter à la première étape version union économique.

- 2) Directive du Conseil du 18 février 1974 concernant la stabilité, la croissance et le plein emploi dans la Communauté.

Il s'agit d'une Directive oubliée qui correspond aux conditions de la connaissance et de l'évolution économiques de l'époque; elle devrait être purement et simplement supprimée.

- 3) Décision du Conseil du 8 mai 1964 concernant la collaboration entre les banques centrales des Etats membres de la CEE (il s'agit du texte créant le Comité des Gouverneurs).
- 4) Règlement intérieur du Comité des Gouverneurs.
- 5) Décision du Conseil du 8 mai 1964 relative à la collaboration entre les Etats membres en matière de relations monétaires internationales.

- 6) Décision du Conseil du 22 mars 1971 relative au renforcement de la collaboration entre les banques centrales des Etats membres de la CEE.

Cette Décision n'assure pas au Comité le statut que les Gouverneurs souhaitent et ceux-ci devraient donc revoir ce texte.

Le Conseil ECOFIN, le 10 juillet 1989, et pas le Conseil européen de Madrid, a fixé un calendrier avec, comme première échéance, une discussion sur l'ensemble des travaux relatifs à la phase 1 et aux phases ultérieures lors de la réunion informelle du Conseil ECOFIN des 9 et 10 septembre à laquelle les Gouverneurs participeront. Le Conseil a demandé qu'un projet rectifié de la Décision de 1974 sur la convergence en matière économique soit disponible à la réunion d'Antibes et il appartient aux Gouverneurs de décider ce qu'ils veulent dire à la réunion à propos des textes qui les concernent. Le Président de la Commission ne s'est pas engagé à cet égard et a simplement indiqué aux Ministres des Finances que les Gouverneurs en discuteraient à leur séance du 11 juillet. Il est clair que les Ministres voudront avoir une vue d'ensemble et qu'ils consacreront aussi un certain temps à organiser les travaux pour les phases ultérieures. La Commission établira pendant le mois d'août un document de travail informel en vue d'aider ces discussions. Le Président du Conseil ECOFIN a indiqué, le 10 juillet, qu'il souhaiterait qu'au Conseil européen de décembre 1989 les Chefs d'Etat et de gouvernement puissent acter que la phase 1 de l'union économique et monétaire a été préparée, même si les textes doivent être adoptés un peu plus tard, en décembre. De la sorte, les textes seraient prêts six mois avant le démarrage de la première étape.

M. Rubio se demande si, pour la réunion informelle de début septembre, il faudrait déjà avoir un projet de la Décision remplaçant celle du 8 mai 1964.

M. Delors précise qu'il faudrait au moins que le Comité puisse présenter les grandes lignes d'un projet et la manière dont le Comité envisage son renforcement dans le cadre de la phase 1.

M. de Larosière souligne que les Gouverneurs ont intérêt à agir vite dans ce domaine sinon d'autres le feront, et qu'il est donc important que les Suppléants se mettent au travail sur ces questions pour examiner et préparer les textes concernant le Comité.

Le Président constate un accord général sur le programme de travail.

En premier lieu, la priorité doit être donnée à la rédaction de la Décision du Conseil, qui remplacera celle du 8 mai 1964, et qui devra consacrer le renforcement du Comité. En second lieu, la réponse à la lettre de M. Bérégovoy pose une question délicate et il serait plus prudent de s'accorder un supplément de réflexion et de ne pas se prononcer aujourd'hui. Les Gouverneurs pourraient réexaminer cette question à leur prochaine séance. On pourrait envisager la participation des Gouverneurs à des exercices de surveillance multilatérale à l'occasion des réunions informelles du Conseil ECOFIN; comme cela ne pourrait avoir lieu à la réunion de septembre prochain, le premier cas ne se présenterait qu'au printemps de 1990.

M. Duisenberg suggère une idée pour la réponse à la lettre de M. Bérégovoy. Dans le fameux paragraphe 52 du rapport sur l'UEM, il est dit que le Comité des Gouverneurs "adresserait des avis aux différents gouvernements et au Conseil des Ministres sur les politiques susceptibles d'affecter la situation monétaire interne et externe de la Communauté, en particulier le fonctionnement du SME. Le résultat des délibérations du Comité pourrait être rendu public par son Président". Ce texte, qui a été accepté par les Gouverneurs, non sans difficultés, est un principe directeur pour la nouvelle Décision du Conseil concernant le Comité; il pourrait être aussi un principe directeur pour la réponse à la lettre de M. Bérégovoy.

I. Approbation du procès-verbaux de la 235e et de la 236e séance

Le Comité approuve le procès-verbal de ces deux séances, étant entendu que les amendements de caractère rédactionnel qui ont été proposés seront incorporés dans le texte définitif.

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

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

A. Exposé de M. Dalgaard

Durant une demi-année, jusqu'à la mi-juin, le dollar a été très ferme; il a été en hausse, particulièrement en mai, malgré d'importantes

interventions. Les raisons principales de cette évolution sont les taux d'intérêt américains élevés - ils ont augmenté jusqu'en mars, ont baissé par la suite mais avec des anticipations de niveaux plus élevés; les problèmes politiques à l'étranger, notamment au Japon, en République Fédérale d'Allemagne et en Chine; l'impôt de retenue à la source en Allemagne. Les ventes nettes de dollars ont atteint des chiffres record, plus de \$EU 19 milliards en mai et \$EU 15,5 milliards en juin et les principaux intervenants ont été la Banque du Japon et la Federal Reserve Bank.

Depuis la mi-juin une nouvelle tendance s'est développée, le dollar a reculé fortement, d'environ 9% en trois semaines, il se retrouve cependant à un niveau pas très bas, qui ne fait que corriger la poussée de mai-juin et qui le situe vers le haut de la bande 1,70 à 1,90 DM dans laquelle il a fluctué en 1988 et durant les premiers mois de 1989. Le changement de tendance du dollar semble être principalement lié à la modification des anticipations relatives à l'évolution économique aux Etats Unis: on pense que la croissance sera plus faible et on attend donc des taux d'intérêt plus bas. En tout cas, les différentiels de taux sont déjà inférieurs aux niveaux qu'ils ont eus durant des années. Il est difficile de dire le rôle que les interventions ont joué dans le mouvement du dollar et les avis divergent à cet égard. Les experts de la Deutsche Bundesbank ont estimé improbable que les interventions aient eu un effet important et sans être, par principe, opposés aux interventions, ils pensent que les circonstances, récemment, n'étaient pas propices à des interventions efficaces. D'autres experts ont considéré que même si les interventions n'ont pas toujours été opérées aussi efficacement que souhaitable elles ont contribué à la nouvelle évolution du dollar et que, par ailleurs, il aurait été dommageable que, après être intervenues pendant longtemps, les banques centrales donnent l'impression de se désintéresser du cours du dollar. Sans aboutir à un consensus sur cette question des interventions, les experts ont néanmoins estimé qu'il serait utile que les banques centrales de la CEE puissent s'accorder sur une attitude commune dans des situations de ce genre.

Les experts ont aussi discuté brièvement les achats de dollars faits en juin par le Banco de España et le Banco de Portugal, à un moment où d'autres banques centrales vendaient des dollars pour essayer de le faire baisser. Ces ventes ont été effectuées en partie pour des raisons

techniques et aussi parce que la Bundesbank n'a pas autorisé des achats importants de deutsche marks. Le Banco de España a essayé de diversifier ses interventions en achetant des Ecus mais la taille restreinte de ce marché a limité les montants achatables. Il est à noter que, en dépit de son scepticisme, la Bundesbank a vendu plus de dollars que la plupart des autres banques centrales de la CEE, à l'exception de la Bank of England et de la Central Bank of Ireland qui ont utilisé le dollar pour soutenir leur propre monnaie.

On ne peut exclure, maintenant que la tendance au raffermissement a été cassée, que le dollar continue à décliner. Si cela se produisait des problèmes pourraient apparaître pour le SME, en premier lieu parce que les flux de capitaux pourraient affecter de manières différentes les monnaies du mécanisme de change et aussi parce que un dollar plus faible réduirait la compétitivité de l'Europe mais à des degrés variables selon les pays.

Le yen s'est moins apprécié vis-à-vis du dollar que les monnaies européennes et il s'est donc affaibli à l'égard de celles-ci. Cet affaiblissement est probablement lié aux problèmes politiques au Japon et aux retombées attendues des événements de Chine sur l'économie japonaise. En revanche, le deutsche mark s'est renforcé en termes fondamentaux, ce mouvement étant illustré par son cours vis-à-vis du dollar et du yen et par le fait que les achats de deutsche marks ont été nettement plus faibles que durant les mois précédents. Ces achats, effectués essentiellement par d'autres banques centrales que la Bundesbank ont atteint l'équivalent de \$EU 3,5 milliards en mars et en avril, \$EU 9,5 milliards en mai mais seulement \$EU 2,5 milliards en juin et pratiquement rien durant les dix premiers jours de juillet. Le revirement dans les mouvements de capitaux à long terme semble être la raison principale du renforcement du deutsche mark. Après des sorties au rythme mensuel de DM 11 milliards durant le premier trimestre de 1989, le chiffre n'était que de DM 1 milliard en avril et en mai des entrées nettes ont été enregistrées pour la première fois depuis longtemps. La suppression de l'impôt de retenue à la source en Allemagne a joué un rôle important dans cette évolution mais il a fallu un certain temps pour en constater l'effet car de nombreux résidents allemands semblent avoir attendu pour être sûrs que l'impôt ne serait pas réintroduit à un niveau communautaire ou remplacé par une autre taxe. Le 30 juin la Bundesbank a relevé ses taux d'intérêt officiels de un demi-point surtout pour des raisons internes. La croissance économique se poursuit en

Allemagne: entre le quatrième trimestre 1988 et le premier trimestre 1989 la progression a été de 3% en termes désaisonnalisés et on s'attend à un taux de 4% pour l'ensemble de 1989. En même temps les prix augmentent plus rapidement que la Bundesbank le souhaiterait avec un rythme annuel sous-jacent de 3 à 4%.

Le relèvement des taux d'intérêt allemands a été suivi par de nombreux pays dans la Communauté et ailleurs. Dans certains cas, il s'agissait uniquement de préserver les différentiels avec le deutsche mark, comme au Danemark. Dans d'autres pays, la conjoncture interne rendait utile les relèvements et l'initiative allemande a fourni une bonne occasion pour agir. Dans l'ensemble, les taux d'intérêt du marché n'ont pas beaucoup bougé; la plupart des pays de la CEE ont maintenu à peu près inchangés leurs différentiels avec le deutsche mark à des niveaux qui ne sont pas toutefois les plus bas.

En ce qui concerne les autres monnaies du SME, l'attention s'est concentrée sur la peseta qui est entrée dans le mécanisme de change le 19 juin avec la bande élargie de 6%. On a souligné le changement introduit par le fait que désormais deux monnaies et pas seulement une observent la marge élargie. Cet élément est illustré dans le graphique "surveillance" sur les positions dans le SME qui montre que actuellement la lire ne pourrait pas se déprécier sensiblement en deçà de la limite inférieure de la bande étroite et qu'elle ne pourrait pas revenir au niveau qui a été le sien pendant la majeure partie de 1988. On peut aussi noter que la peseta ne pourrait pas atteindre son cours d'intervention contre le deutsche mark quand celui-ci est à la limite supérieure de la bande étroite. En fait, avec la constellation actuelle des taux de change, le niveau maximum pour le rapport peseta/deutsche mark serait d'environ Pta 62,3 ce qui n'est pas éloigné du cours de Pta 62,8 atteint le 10 juillet. Le Banco de España a expliqué que les banques espagnoles s'étaient méprises sur le fonctionnement du mécanisme de change et de la bande de fluctuation, ce qui explique les fortes interventions nécessaires durant le premier jour.

La situation économique en Espagne a peu changé, sous réserve du "tour de vis" récent en matière budgétaire que M. Rubio vient de mentionner. L'économie est toujours en surchauffe avec une demande interne très forte, une inflation de l'ordre de 7% et une balance des comptes courants en dégradation. Malgré l'appréciation de la peseta durant les deux

dernières années et l'augmentation relativement forte des coûts, les autorités espagnoles ne pensent pas que l'industrie manque de compétitivité. D'ailleurs les exportations se portent très bien. En vérité, c'est la demande qui doit être maîtrisée et comme la politique budgétaire a été insuffisante, la politique monétaire a dû être particulièrement rigoureuse. Le gouvernement a toutefois récemment resserré la politique fiscale; un premier train de mesures a été pris en mai et un autre en juin. Même si ces mesures ne sont pas très énergiques, elles vont dans la bonne direction et quelques mois sont nécessaires pour qu'elles produisent leurs effets. En attendant, le Banco de España entend maintenir une politique monétaire de fermeté.

Les experts n'ont pu qu'évoquer d'autres problèmes importants, tels que la chute de la livre sterling et les difficultés liées à la surchauffe des économies italienne et portugaise.

B. Exposé de M. Papademos

La discussion des Suppléants s'est concentrée sur l'entrée de la peseta dans le mécanisme de change, sur l'évolution récente du dollar, sur l'efficacité des interventions et sur l'évolution économique dans certains pays membres.

Les Suppléants ont félicité leur collègue espagnol pour la décision de l'Espagne de participer au mécanisme de change. Le Suppléant espagnol a expliqué le choix du cours pivot de Pta 65 pour DM 1 et a décrit les quelques difficultés rencontrées pendant les premiers jours après l'entrée de la peseta, dues en partie à la connaissance limitée des banques commerciales espagnoles du fonctionnement du mécanisme. Il a aussi décrit les mesures introduites par les autorités pour gérer l'économie en état de surchauffe. Le Banco de España a relevé son taux d'intérêt d'intervention de 0,75% et a augmenté le coefficient de réserve obligatoire de 18 à 19%. Dans le domaine budgétaire, l'impôt de retenue à la source a été relevé de 20 à 25%, les prix des produits pétroliers ont été augmentés et des plans de réduction des dépenses des Ministères ont été établis. En améliorant le "policy mix", ces mesures devraient réduire le besoin de relever à nouveau les taux d'intérêt.

Plusieurs Suppléants se sont félicités du récent affaiblissement du dollar qui, à leur avis, facilite le processus d'ajustement international et contribue à la modération des pressions inflationnistes dans la Communauté. Cette faiblesse du dollar a été attribuée aux facteurs suivants: perspectives de croissance économique moins favorables pour les Etats Unis comparés à

l'Europe, anticipation d'un relâchement de la politique monétaire américaine, nouveau rétrécissement des différentiels de taux d'intérêt, retournement des mouvements de capitaux à long terme en Allemagne après la décision d'abolir l'impôt de retenue à la source. Il a été indiqué que les interventions n'ont pas joué un rôle majeur dans le renversement de la tendance du dollar. Il a été aussi mentionné que si le dollar devait continuer à baisser, les banques centrales ne devraient pas agir trop vite pour arrêter ce déclin mais seulement quand des tensions apparaîtraient et de manière coordonnée.

En ce qui concerne l'efficacité des interventions, il a été souligné que même si les interventions pourraient être réalisées avec une meilleure coopération, les banques centrales ne devraient pas donner l'impression aux marchés qu'elles visent à préserver à tout prix la stabilité des taux de change nominaux réduisant ainsi les risques de change. Les interventions peuvent être efficaces dans certaines circonstances mais pas dans d'autres; leur efficacité peut être améliorée si elles sont coordonnées, réalisées en gros montants, opportunément, dans le sens de la tendance du marché et à l'appui d'autres évolutions. En tout cas, les interventions ne peuvent jamais remplacer les données fondamentales. Le Suppléant allemand a expliqué que la Bundesbank s'est abstenue quelquefois de se joindre aux interventions car elle a estimé que dans les circonstances où elles étaient réalisées, les interventions étaient inefficaces, révélaient un sens d'indécision et, dans certains cas, elles étaient même en contradiction avec la politique monétaire poursuivie par les pays intervenants.

Les Suppléants ont aussi discuté la question du choix des monnaies d'intervention. L'existence de deux bandes de fluctuation peut créer, dans certains cas, des problèmes lorsqu'une monnaie proche de sa limite supérieure, dans la bande étroite, est utilisée pour les interventions et que peut apparaître alors le danger pour les monnaies faibles de toucher leurs limites inférieures. L'utilisation pour les interventions des monnaies les plus faibles du mécanisme de change ou de monnaies en dehors de celui-ci, telles que la livre sterling, pourrait amoindrir ces problèmes et a été suggérée.

Les Suppléants ont examiné l'évolution de l'économie et des taux de change dans certains pays de la Communauté. La livre sterling a subi des pressions résultant essentiellement de deux raisons: d'une part les statistiques économiques publiées ont fourni des indications mitigées quant au succès de la stratégie de désinflation poursuivie; d'autre part, le

marché a cru percevoir des désaccords au sein du gouvernement britannique sur la politique économique. Le Suppléant britannique a indiqué que la stratégie de désinflation était en train de donner des résultats et que les autorités du Royaume-Uni ont clairement abouti à une vue commune sur l'orientation de politique appropriée. Les dépenses de consommation et d'investissement se ralentissent et la balance commerciale, excluant le pétrole, s'est légèrement améliorée. Le taux d'accroissement des prix et des salaires n'a pas décéléré mais la politique de désinflation devrait pouvoir donner ses résultats sans nécessiter une nouvelle hausse des taux d'intérêt.

La Banque de France s'est jointe à d'autres banques centrales européennes et a relevé ses taux d'intérêt à court terme essentiellement pour des raisons internes. En France, en effet, la demande interne et l'expansion du crédit sont fortes et la balance commerciale a enregistré un déficit accru en mai.

L'Italie doit faire face à une demande interne en forte expansion, un déficit des comptes courants et une inflation croissants. La demande interne a été gonflée, dans une certaine mesure, par l'accroissement de l'endettement à l'étranger des secteurs industriel et bancaire induit par la fermeté de la lire. Il a été nécessaire d'agir sur le déséquilibre budgétaire pour freiner la croissance de la demande interne globale. Quelques signes d'un ralentissement sont apparus dans certains secteurs et, en réduisant les revenus disponibles, la décision récente d'avancer le paiement d'impôts devrait contribuer à l'objectif officiel.

En Irlande, les taux d'intérêt à court terme ont été relevés de 1% afin de freiner l'érosion des réserves officielles de change. Quatre facteurs ont contribué à cette érosion: l'affaiblissement de la livre sterling, l'abolition en Allemagne de l'impôt de la retenue à la source, la diversification des portefeuilles pas les investisseurs institutionnels à la suite principalement de la levée, au début de l'année, de certains contrôles des changes et le rétrécissement des différentiels de taux d'intérêt avant les augmentations opérées en juin.

Les Suppléants ont terminé leur discussion par un bref échange de vues sur l'éventualité d'un ralentissement de l'économie mondiale en 1990 et sur l'orientation de politique appropriée. Un Suppléant a estimé que si un ralentissement important était attendu, il serait souhaitable de discuter dès à présent les politiques possibles pour y faire face. Les autres

Suppléants, toutefois, ont mis en doute l'existence de signes de récession et ont souligné que les pressions inflationnistes restent fortes.

C. Discussion du Comité

M. Duisenberg informe le Comité d'une innovation de la politique monétaire néerlandaise, à savoir l'application d'un système de réserves monétaires cash. En 1988 le taux d'accroissement de la masse monétaire aux Pays Bas a été très élevé (+14%) en raison essentiellement de la forte expansion (+14%) des opérations de création monétaire nette des banques. Cette évolution s'est poursuivie durant les premiers mois de 1989, alors que l'afflux de liquidités, qui s'était déjà contracté sensiblement au cours de 1988, s'est retourné en sorties. La continuation de ce mouvement aurait entraîné des pressions sur le florin. Ce facteur, plus l'accélération du rythme d'inflation et les niveaux records de l'utilisation des capacités ont amené la Nederlandsche Bank à prendre des mesures pour freiner l'expansion des opérations de création monétaire nette des banques.

L'instrument utilisé est plus orienté vers le marché que le précédent. Par le passé, quand la Nederlandsche Bank estimait nécessaire de limiter l'expansion de la capacité de création monétaire des banques, elle imposait des plafonds absolus individuels à cette expansion. Un tel système de restriction directe a l'inconvénient, s'il est appliqué de manière prolongée, de conduire à une rigidité de la structure des bilans et des conditions de concurrence à l'intérieur du système bancaire. En outre, les petites banques n'ayant que des possibilités limitées de trouver des fonds à long terme supplémentaires, une restriction imposée à leurs opérations de création monétaire nette se traduit en fait par un frein appliqué à l'expansion de leurs opérations de crédit. En raison de ces inconvénients et de la tendance internationale à la déréglementation et à l'utilisation d'instruments de politique mieux orientés vers le marché, la Nederlandsche Bank a décidé de recourir à une autre méthode, un système de réserve monétaire cash. D'après celui-ci, chaque banque doit, en principe, constituer une réserve cash non rémunérée en fonction de l'expansion de ses opérations de création monétaire nette si et dans la mesure où elle dépasse un certain taux d'accroissement (ou exemption permise). La proportion de tout dépassement de l'exemption permise qui doit être détenue sous la forme d'une réserve cash est déterminée par le coefficient du système de réserve cash. Les banques peuvent aller au-delà de l'exemption mais cela est découragé par le coût impliqué. En principe, l'exemption permise est égale au taux de

progression que la Nederlandsche Bank estime souhaitable pour la capacité de création monétaire de l'ensemble du système bancaire. Ce taux a été fixé à 5% sur une base annuelle, le coefficient de réserve cash à 10% mais il pourrait aller jusqu'à 25%. Afin d'éviter des interférences avec la politique du marché monétaire, les banques n'ont pas à détenir réellement les réserves cash auprès de la banque centrale, les coûts correspondants sont réglés à la fin de la période de référence de la réserve cash.

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 juin et des premiers jours de juillet 1989

Le Président constate l'adoption par le Comité du "Rapport concertation"; celui-ci sera transmis aux Ministres des Finances des pays de la CEE selon la procédure habituelle.

IV. Examen du Rapport No 35, établi par le groupe d'experts présidé par M. Raymond, sur les politiques monétaires en vigueur dans les pays de la CEE

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

Le Président propose de discuter ensemble les points IV et V de l'ordre du jour étant donné que les sujets traités dans le rapport No 35 et dans la note sur les finances publiques sont étroitement liés.

A. Exposés de M. Raymond

1. Note annuelle sur les finances publiques

Comme il le fait chaque année, par une procédure écrite et sans réunion de travail, le groupe d'experts monétaires a fait le point sur l'état des finances publiques dans les pays membres de la Communauté européenne en 1988 et au début du 1989. L'examen des données montre qu'en 1988 l'amélioration de la situation d'ensemble s'est poursuivie. Toutefois,

ce constat globalement positif doit être assorti de restrictions qui tiennent tant à l'origine des progrès qu'à leur répartition par pays.

1) La réduction moyenne des déficits publics en 1988 est certes liée pour l'essentiel à celle des dépenses publiques (exprimé en % du PNB). Toutefois c'est l'accélération de la croissance, au-delà de ce qui était prévu, qui a réduit les dépenses du secteur public au sens large (y compris les transferts sociaux). Cette accélération a également accru les recettes à taux de prélèvement constant. Le Danemark fait exception par sa situation conjoncturelle défavorable. Grâce à cette croissance forte, quelques pays ont pu réduire les taux de certains impôts sans augmenter leur déficit budgétaire, toujours en % du PNB.

Parmi les pays qui ont besoin de redresser leur situation budgétaire, seuls l'Irlande et dans une moindre mesure la Belgique et les Pays-Bas, se sont rapprochés de l'équilibre. A l'inverse, on n'observe que des progrès limités au Portugal et en Italie, alors qu'en Grèce le déficit, déjà élevé s'est accru de 3 points, hors intérêts de la dette, de 4 points avec ceux-ci.

2) La nécessité de financer de nouveaux déficits a eu pour effet d'augmenter le ratio dette public sur PNB dans la plupart des pays membres. Seuls le Danemark, le Luxembourg et le Royaume-Uni ont fait exception. Ce ratio dette publique/PNB a malheureusement augmenté surtout dans les pays membres où il était déjà supérieur à la moyenne communautaire, moyenne dont la progression a continué de ralentir.

La tendance à financer les déficits moins par la création monétaire et davantage par des émissions sur les marchés de titres, s'est confirmée. Il en a été de même pour l'élargissement de la part des titres à moyen et long terme, sauf en Italie, où le marché des bons du Trésor continue de se développer.

Il faut souligner l'apparition des émissions de fonds d'Etat libellés en Ecus, bons du Trésor au Royaume-Uni à l'automne 1988, titres longs en France en avril 1989.

Enfin, pour reprendre une expression en faveur en Italie, un nouveau "divorce" entre une banque centrale et l'Etat en matière de financement automatique du déficit budgétaire a été prononcé en 1988, cette fois au Portugal.

3) Le jugement que l'on peut porter sur ces résultats est assez complexe. Sans aucun doute, la croissance économique a permis de passer plus facilement le cap de 1988. Cette chance n'a été saisie pour procéder à un ajustement structurel que par quelques-uns des pays qui en avaient besoin. Ceux d'entre eux qui ne se sont pas engagés dans cette voie (Italie, Portugal et surtout Grèce qui a dévié en sens contraire) avaient pourtant des motifs conjoncturels soit pour resserrer leur politique, soit au moins de ne pas la relâcher.

Parmi les pays dont les finances publiques n'exigent pas une correction majeure, le groupe a relevé que le partage entre les considérations de court et de moyen-long terme n'est ni uniforme ni constant. Le groupe avait signalé dans ses rapports ordinaires l'allégement de l'imposition directe des ménages au Royaume-Uni en 1988 au moment où la demande interne était déjà très forte, le resserrement de la politique fiscale en 1989 en Allemagne.

L'année 1989 devrait s'inscrire dans le prolongement de 1988, c'est-à-dire une légère amélioration d'ensemble, à laquelle malheureusement ne participeront pas certains des pays les moins bien placés.

2. Rapport No 35 sur les politiques monétaires

Le Rapport de juillet, et celui de novembre, constituent les deux rapports lourds de l'année. Le Rapport No 35 brosse un tableau de la situation économique, et notamment des divergences intra-communautaires, ainsi que des conditions d'exercice des politiques monétaires. Il s'achève dans ses chapitres III et IV par l'examen de quelques sujets de réflexion.

1) La situation économique

L'environnement des politiques monétaires est caractérisé par une activité soutenue, une recrudescence des pressions inflationnistes et une déception en matière d'ajustement des déséquilibres extérieurs. Ces réalités sont présentes en Europe comme dans le reste du monde.

L'activité demeure forte au premier semestre 1989 comme en 1988. La prévision d'une inflexion du cycle conjoncturel est repoussée sans cesse, maintenant vers l'automne. Les estimations pour 1989 sont révisées en hausse. On s'attend à 3,25% de croissance pour l'année dans l'OCDE avec un acquis de 3,50% au premier semestre et la Communauté européenne suivrait sur ce trend, soit une croissance supérieure à celle des Etats-Unis et inférieure à celle du Japon. Au sein de la CEE la poussée de la demande interne dans les pays situés hors du mécanisme de change se transmet par le commerce

extérieur à l'activité industrielle et commerciale dans les autres pays, et notamment l'Allemagne où l'activité est tirée par l'exportation.

La hausse des prix s'est intensifiée. Sur ce point, deux remarques: premièrement, le maximum paraît avoir été atteint en mai et serait donc dépassé; deuxièmement, l'aggravation est inégale selon les pays, par exemple, faible au Canada et aux Pays-Bas, forte en Espagne et au Royaume-Uni. La Grèce, le Portugal et dans une moindre mesure le Royaume-Uni et l'Espagne ont des taux d'inflation élevés.

La plupart des causes de l'accélération de l'inflation sont universellement partagées: hausse des matières premières et surtout du pétrole (mais dans ce domaine la tendance devrait s'inverser), plein emploi des capacités physiques de production malgré un investissement dynamique, enfin tension sur les salaires très accentuée dans les économies en surchauffe. S'y ajoute pour la CEE l'impulsion donnée aux prix par la hausse du dollar depuis le début de 1988.

Enfin, s'agissant des paiements courants, le déficit américain diminue lentement, le surplus du Japon est plus élevé que l'an dernier et les contrastes s'accroissent fortement au sein de la CEE, le surplus allemand devant atteindre 4,3% du PIB.

2) Les politiques monétaires

Bien qu'elle ait marqué une certaine décélération, l'expansion des agrégats de monnaie paraît le plus souvent trop rapide en Europe et tend à dépasser les objectifs, parfois nettement. La France fait exception et, depuis la rédaction du rapport, on a publié en Allemagne des données sur M3 qui montrent qu'on tend à se rapprocher de l'objectif de 5% de croissance. Dans la plupart des pays, même les plus sages, le crédit interne est poussé par le dynamisme du secteur réel - consommation, investissement, production.

Outre certaines réactions spécifiques, comme l'adoption de normes pour l'augmentation des crédits bancaires aux Pays-Bas, la réaction générale des banques centrales aux trois facteurs suivants, qui sont d'ailleurs liés entre eux - accentuation de l'inflation, dépréciation relative des monnaies européennes sur les marchés des changes et force des agrégats de monnaie et de crédit - a consisté dans une série de relèvements des taux d'intervention des banques centrales sur leurs marchés monétaires. Encore le rapport No 35 a-t-il été achevé le 27 juin, juste avant le dernier train de resserrement des taux officiels en Allemagne et dans d'autres pays.

Il faut noter que les taux d'intérêt à long terme ont augmenté moins que les taux à court terme et moins que l'inflation instantanée, ce qui est un indice rassurant quant à la crédibilité des politiques monétaires.

3) Questions posées par les experts

Les experts ont posé - et commenté plutôt que résolu - les questions ci-après.

1ère question S'agissant de l'inflation importée, les experts ont constaté que si le dollar continuait à s'apprécier, ce que les facteurs fondamentaux ne justifient pas (et pour une fois le raisonnement des économistes semble avoir été entendu par les marchés), les pays de la CEE seraient placés devant ce dilemme: ou relever sensiblement les taux d'intérêt, ou importer de l'inflation; le choix ne pourrait pas être éludé.

Des divergences d'interprétation se sont exprimées sur l'efficacité des interventions sur les marchés des changes indépendamment des mouvements des taux d'intérêt, les représentants de la Bundesbank exprimant des doutes suivant une argumentation maintenant connue.

2ème question Au sujet des facteurs internes d'inflation, il est trop tôt pour dire si les hausses récentes de taux d'intérêt, disons celles du premier semestre 1989, suffiront ou non à inverser l'évolution en matière de prix. D'un côté, un nouveau resserrement peut se révéler nécessaire s'il apparaît dans quelques temps que les pressions persistent, mais il se peut aussi que l'activité s'infléchisse désormais vers le bas, dans la dernière partie de l'année et que les pressions inflationnistes diminuent.

3ème question Les divergences entre facteurs fondamentaux par pays restent fortes sur le front des prix et s'aggravent pour les paiements courants. Elles n'ont pas jusqu'à présent menacé la crédibilité de la grille des parités dans le mécanisme de change. Toutefois, le désir d'éviter un réveil brutal des marchés devrait conduire à réduire les écarts entre pays membres. A cet égard, le groupe a noté qu'une différenciation accrue des taux d'intérêt paraît actuellement difficile à mettre en oeuvre, sauf peut-être en ce qui concerne le Royaume-Uni, car alors on aurait le risque de provoquer une surévaluation encore plus forte des monnaies des pays à inflation et à déficit extérieur élevés. C'est ce que certains ont appelé le paradoxe des marchés des changes. Bien sûr, il est arrivé que des monnaies à taux d'inflation élevé voient leur cours nominal monter, comme le dollar

entre 1982 et 1984, mais la philosophie du SME interdit au sein du Club d'exporter son inflation chez les voisins.

4ème question Les experts ont constaté que parmi les politiques non monétaires, la politique des revenus étaient actuellement peu actives dans la plupart des pays membres, que les mesures structurelles étaient lentes, soit dans leur mise en place, soit dans leurs effets, mais qu'en revanche, le policy mix est souvent dirigé à contresens. En effet, les politiques budgétaires ont évolué dans un sens plutôt restrictif dans les pays à inflation faible et à surplus, et dans un sens plutôt, voire intensément, expansif dans des économies en surchauffe. Dans ces économies en surchauffe, le conflit politiques budgétaires/politiques monétaires explique pour une part la nécessité de relever les taux d'intérêt et la surévaluation des taux de change. La délégation espagnole a fait consigner dans le Rapport que, pour saluer l'entrée de la peseta dans le mécanisme de change, les autorités espagnoles envisageaient d'améliorer le policy mix et, ainsi qu'il a été exposé par le Gouverneur Rubio, des mesures ont déjà été prises dans ce sens.

En conclusion, les experts estiment que les banques centrales ont accompli leur devoir au premier semestre 1989. Elles sont maintenant à une croisée des chemins. Elles peuvent être conduites soit à maintenir un certain temps, voire à accentuer, leur attitude restrictive, soit au contraire à la relâcher. Le choix devra être fait sur la base d'un examen par pays des indicateurs conjoncturels, en tenant compte des délais d'action de la politique monétaire, et en fonction de l'évolution du cours du dollar.

B. Exposé de M. Papademos

Les Suppléants ont félicité le Président du groupe, les experts et le Secrétariat pour l'analyse extrêmement professionnelle qu'ils ont produite et, en général, ils se sont ralliés aux conclusions du rapport sur l'évolution des finances publiques et de celui sur les politiques monétaires des pays de la CEE. Les Suppléants ont estimé que ces documents mettent en lumière certains aspects peu satisfaisants de l'évolution macro-économique à l'intérieur de la Communauté. La discussion a été principalement centrée sur les politiques budgétaires, leur coordination et leur contribution à la convergence macro-économique dans la CEE. On a jugé que certains pays ont adopté des politiques budgétaires qui imposent un fardeau exagéré aux politiques monétaires. Dans certains pays le dosage des politiques est

manifestement inapproprié. Un Suppléant s'est inquiété de l'allégement fiscal prévu pour 1990 en Allemagne. Si les résultats économiques restaient très forts dans ce pays pour le reste de l'année et en 1990, l'introduction de mesures réduisant la fiscalité pourrait conduire à des taux d'intérêt plus élevés non seulement en Allemagne mais aussi ailleurs dans la Communauté. Le Suppléant allemand a précisé, d'une part que ce point a été pris en considération dans le budget qui prévoit un contrôle strict des dépenses publiques; d'autre part que la décision d'un allégement fiscal a été prise dans le cadre d'une stratégie à moyen et long terme et que, de ce fait, elle ne peut pas être facilement modifiée.

Un Suppléant a souligné que dans le contexte de la première étape de l'union économique et monétaire, l'interdépendance entre les politiques budgétaires et les politiques monétaires atteint une phase critique. La convergence dans le domaine budgétaire reste limitée. Il est certain que tant le Comité des Gouverneurs que le Comité monétaire seront appelés à examiner les divergences en matière budgétaire et leurs incidences pour la coordination des politiques économiques dans la Communauté. On a posé la question de savoir quelle procédure devrait être adoptée lorsque les objectifs de la politique budgétaire d'un pays sont soit inappropriés soit pas réalisés. Un autre Suppléant a estimé qu'une approche quelque peu plus franche et plus directe pourrait, à l'occasion, être plus appropriée que la phraséologie diplomatique employée actuellement dans les rapports. En conclusion, les Suppléants ont estimé que:

- les données mettent en relief le succès limité en matière de convergence budgétaire à l'intérieur de la Communauté;
- un meilleur dosage des politiques est nécessaire pour réduire le fardeau imposé à la politique monétaire;
- dans le contexte de la première étape de l'union économique et monétaire la question d'une approche mieux coordonnée entre les politiques budgétaires et monétaires devra être prise en considération.

C. Discussion du Comité

Le Président présente quelques remarques sur l'actualité budgétaire et monétaire en Grèce. La situation budgétaire s'est détériorée en 1988, le besoin d'emprunt du secteur public atteignant 16,3% du PIB au lieu de 13,2% en 1987, soit une dégradation de plus de 3 points alors qu'en 1986 et 1987, une amélioration de 5 points avait été enregistrée. Le problème principal

est du côté des recettes et une des causes de l'insuffisance de celles-ci réside dans l'évasion fiscale qui est généralisée. Il faudrait donc une administration fiscale plus efficace mais il faudrait aussi des réformes visant à élargir la base fiscale. A cet égard, un consensus croissant émerge en Grèce sur la nécessité de mettre en place un plan de consolidation à moyen terme dans le domaine fiscal. Par ailleurs, les dépenses de l'Etat ont augmenté fortement au cours des années 80, les paiements d'intérêt devenant un élément de plus en plus lourd.

En ce qui concerne l'orientation de la politique budgétaire en 1989, le besoin d'emprunt du secteur public a été projeté par le gouvernement à un niveau, en pourcentage du PIB, approximativement égal à celui de 1988. Les données disponibles pour les premiers mois de l'année indiquent que ce résultat ne sera pas facilement obtenu. Cela accroît la nécessité de la souplesse dans la politique de taux d'intérêt. En 1988 celle-ci s'est avérée suffisante pour financer une proportion plus importante du besoin d'emprunt sur le marché non bancaire. Toutefois, l'évolution durant les quatre premiers mois de l'année montre que la demande de crédit bancaire par le secteur public est forte et que l'objectif d'augmenter le financement non monétaire du déficit public, au moyen de ventes de titres d'Etat au secteur non bancaire, risque d'être compromis. En outre, des tensions considérables se sont produites en mai dans la balance des paiements.

Pour faire face à ces développements, les taux d'intérêt des bons du Trésor ont été relevés à deux reprises en avril et mai et cette action a entraîné des hausses importantes des taux débiteurs et créditeurs des banques. Enfin, en vue de faciliter davantage le financement non monétaire du déficit public, en mai dernier, le gouvernement a émis des obligations à moyen terme avec une clause Ecu. Les ventes de ces obligations ont été plus importantes que celles des titres d'Etat réalisées durant les quatre premiers mois de l'année.

Le Président rappelle que tous les ans, depuis 1984, l'examen des finances publiques fait par les Gouverneurs est porté à l'attention des Ministres des Finances des pays de la CEE. La note des experts est envoyée avec une lettre d'accompagnement du Président du Comité résumant quelques éléments principaux de la discussion des Gouverneurs. Le Secrétariat préparera cette lettre et la note sera soumise, comme d'habitude, à une procédure écrite qui permet aux banques centrales de proposer éventuellement quelques modifications avant la transmission aux Ministres.

VII. Autres questions relevant de la compétence du Comité

Le Président indique que la Banque des Règlements Internationaux est heureuse d'informer le Comité que l'Association bancaire pour l'Ecu a accepté neuf nouveaux membres dans le système de compensation et de règlement de l'Ecu privé, avec effet au 4 décembre 1989. A partir de cette date le nombre total des banques participantes s'élèvera à 45.

VIII. Date et lieu de la prochaine séance

La prochaine séance du Comité aura lieu à Bâle, le mardi 12 septembre 1989 à 9 heures 30.

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

JUIN 1989

Le présent rapport retrace l'évolution du marché des changes durant le mois de juin et les premiers jours de juillet 1989, et décrit brièvement les interventions effectuées au cours de cette période par les banques centrales participant à la concertation¹.

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

En juin 1989, les marchés des changes ont été essentiellement caractérisés par les développements suivants:

- raffermissement continu du dollar EU jusqu'en milieu de mois, suivi d'une baisse vers la fin du mois;
- affaiblissement du yen japonais et de la livre sterling;
- relèvements des taux d'intérêt officiels dans plusieurs pays d'Europe;
- entrée de la peseta espagnole dans le mécanisme de change du SME, où sa marge de fluctuation sera de 6% pendant une période transitoire.

Le dollar EU a vivement progressé au cours de la première quinzaine de juin, avant de reculer pour terminer le mois pratiquement au même niveau

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

qu'en début de période. Les tensions à la hausse ont été déclenchées par les craintes que les troubles survenus en Chine ne provoquent d'amples sorties de capitaux spéculatives d'Asie et par le fait que les investisseurs ont continué de réduire la couverture de leurs portefeuilles en dollars. La monnaie américaine a atteint un maximum de Y 151,90 par rapport au yen japonais et de DM 2,0470 vis-à-vis du deutsche mark lors de la publication, vers le milieu du mois, du chiffre du déficit du commerce extérieur des Etats-Unis pour avril. Elle a fléchi par la suite, l'attention du marché s'étant de nouveau portée sur les signes d'un ralentissement de l'économie américaine et sur le resserrement des écarts de taux d'intérêt favorables aux placements aux Etats-Unis. Les autorités monétaires du pays et les banques centrales étrangères sont intervenues à maintes reprises pour des montants considérables afin d'enrayer le mouvement de hausse du dollar. Ce dernier avait gagné, en fin de mois, quelque 0,75% par rapport au yen japonais et perdu 1,75% à l'égard du deutsche mark.

Le SME n'a de nouveau connu aucune tension et les positions relatives n'ont guère changé dans l'ensemble. La peseta espagnole est entrée dans le mécanisme de change du SME où elle s'est stabilisée dans la partie supérieure de la bande élargie.

Le deutsche mark s'est raffermi par rapport à la plupart des monnaies cotées officiellement en République fédérale; son indice pondéré vis-à-vis de dix-huit pays industriels s'est accru de 0,9% au cours du mois, pour s'établir à 174,6 fin juin (1972 = 100). Ce renforcement s'explique sans doute en grande partie par l'annonce de la suppression de la retenue à la source et la diminution concomitante des sorties de capitaux. L'évolution du deutsche mark vis-à-vis des monnaies participant au mécanisme de change du SME a été irrégulière, les progrès étant contrebalancés par des reculs. A compter du 30 juin, la Bundesbank a relevé son taux d'escompte et son taux lombard d'un demi-point de pourcentage, pour les porter à 5% et 7% respectivement.

Le franc français est demeuré relativement stable pendant la majeure partie de la période dans un contexte marqué par la remontée des taux internes. L'annonce, le 29 juin, d'une détérioration notable du solde de la balance commerciale en mai (FF -6,64 milliards en données corrigées des variations saisonnières, contre FF -3,69 milliards en avril) a cependant été à l'origine d'un léger glissement des cours. Le 30 juin, la Banque de France a relevé ses taux directeurs d'un demi-point de pourcentage, à 8,75% et 9,50% respectivement.

Le franc belge a encore fait preuve de stabilité. Dans le sillage de la décision de la Deutsche Bundesbank, la Banque Nationale de Belgique a relevé de 1/2% son taux d'escompte (à 9,25%) et son taux d'avances (à 9,50%). Les interventions de la Banque se sont soldées par quelques ventes nettes de devises.

La position du florin néerlandais près du sommet de la bande est restée quasiment inchangée. En liaison avec d'autres banques centrales européennes, la Nederlandsche Bank a relevé de 0,5 point ses taux d'intérêt officiels à compter du 30 juin, portant son taux d'escompte à 6% et son taux lombard à 6,75%.

La couronne danoise est restée la monnaie la plus faible au sein de la bande de fluctuation. Dans le sillage de l'Allemagne, la Danmarks Nationalbank a relevé de 0,5 point ses taux d'intérêt directeurs à compter du 30 juin 1989.

Les sorties de capitaux effectuées par les résidents, qui s'étaient atténuées en mai, ont repris sur une grande échelle en juin. Tout en laissant la livre irlandaise s'affaiblir quelque peu dans la partie supérieure de la bande de fluctuation du SME, la Central Bank of Ireland a réagi en procédant à d'importantes ventes nettes de devises. Le 30 juin, à la suite des relèvements des taux d'intérêt officiels effectués par d'autres banques centrales européennes, elle a augmenté d'un point son taux d'avances à court terme qui a ainsi atteint 10%.

Au cours de la période, la lire italienne est demeurée relativement stable dans la partie supérieure de la bande du SME, et la Banca d'Italia a procédé à des interventions d'ampleur limitée pour atténuer les fluctuations du taux de change de sa monnaie.

Jusqu'au 9 juin, la dépréciation de la peseta espagnole, amorcée à la fin du mois précédent, s'est poursuivie. Ensuite, après une période de stabilité, l'inclusion de la peseta dans le mécanisme de change, le 19 juin, a d'abord provoqué de fortes entrées de capitaux puis donné lieu à une stabilisation de son taux de change dans la partie supérieure de la bande de fluctuation large. Dans l'ensemble, elle a clôturé en hausse de 0,6% par rapport à l'Ecu et de 1,9% vis-à-vis du dollar EU.

La livre sterling a été soumise à des pressions en juin, le marché ayant perçu des signes de dissension au sein du gouvernement au sujet de la politique économique du Royaume-Uni. Malgré des interventions officielles persistantes, elle a fortement fléchi par rapport à toutes les monnaies au cours de la première quinzaine. En dépit d'un raffermissement ultérieur à l'égard du dollar en baisse, le climat est demeuré nerveux et le cours vis-à-vis du deutsche mark a continué de s'effriter. La publication, le

26 juin, de chiffres meilleurs que prévu sur le commerce extérieur britannique en mai a entraîné une forte appréciation, mais la livre est ensuite retombée aux alentours de ses niveaux minimaux sous l'effet des hausses des taux d'intérêt européens. Son indice pondéré en fonction des échanges commerciaux a régressé de 2,2%, pour s'inscrire à 90,2 (1985 = 100).

Au cours de la première moitié du mois, la drachme grecque a été soumise à quelques pressions, dues essentiellement aux élections nationales mais, après celles-ci, les pressions se sont atténuées. Dans l'ensemble, la drachme s'est dépréciée de 0,5% vis-à-vis de l'Ecu, alors qu'elle s'est appréciée de 0,8% par rapport au dollar EU. En termes effectifs, elle a fléchi de 0,6%.

En termes effectifs, l'escudo portugais s'est déprécié de 0,25%, en conformité avec les objectifs définis par les autorités. Il s'est apprécié de 0,9% par rapport au dollar EU.

Le choc de taux d'intérêt engendré par l'introduction d'un taux lombard flexible s'est atténué au début de juin, et les taux de l'eurofranc ont fléchi de plus d'un point. Malgré cette évolution, le franc suisse s'est stabilisé à un niveau plus élevé, se raffermissant de quelque 1,5% vis-à-vis des monnaies du SME et de 2,5% par rapport au dollar EU. Sur une base pondérée en fonction des exportations, sa hausse s'est élevée à 2,25%. Simultanément avec d'autres banques centrales, le taux d'escompte officiel a été relevé d'un point, pour s'inscrire à 5,5% à compter du 30 juin 1989. L'objet de cette mesure n'était pas de restreindre encore l'offre de monnaie de banque centrale mais d'ajuster le taux d'escompte au niveau des taux internes. Néanmoins, le marché y a réagi par une hausse des taux d'intérêt.

Le schilling autrichien s'est apprécié de 1,7% en juin vis-à-vis du dollar. Il n'a fluctué que de 0,07% par rapport au deutsche mark. En liaison avec les hausses correspondantes des taux d'intérêt dans d'autres pays, le taux d'escompte a été relevé de 5% à 5 1/2% et le taux lombard de 6 1/2% à 7 1/2% à compter du 30 juin. Le relèvement plus marqué du taux lombard est destiné avant tout à fournir une plus grande marge de manoeuvre pour le réglage fin de la politique de taux d'intérêt dans le contexte de l'action des autorités sur l'open market. Le taux des opérations à court terme de cette nature a été augmenté de 6,25% à 6,5%, également à compter du 30 juin.

La couronne norvégienne a fluctué dans une fourchette relativement étroite de part et d'autre de la valeur centrale de son indice. Le 22 juin, la Norges Bank a réduit de 0,5 point son taux d'avances au jour le jour, le ramenant ainsi à 10,0%. La couronne s'est légèrement affaiblie vers la fin du mois et la banque centrale est intervenue sur le marché pour en stabiliser

le cours de change. La couronne a clôturé en baisse de 0,2% en termes effectifs.

Le couronne suédoise a varié dans une étroite fourchette et son indice a fluctué entre 130,4 et 130,8. Le 1er juin, la Sveriges Riksbank a annoncé qu'elle avait décidé de supprimer, à compter du 1er juillet, pratiquement toutes les réglementations de change encore en vigueur.

Le mark finlandais s'est affaibli de 0,5% en termes effectifs vers la fin du mois, les écarts de taux d'intérêt s'étant réduits vis-à-vis des principales monnaies.

Le yen japonais s'est fortement déprécié par rapport au dollar EU au cours de la première quinzaine, en raison surtout d'importants achats spéculatifs de dollars traduisant l'agitation politique en Chine. Toutefois, des interventions massives et vigoureuses des autorités monétaires du Japon et d'autres pays ont fait remonter le yen durant la seconde quinzaine et celui-ci a clôturé le mois à Y 143,95 par rapport au dollar EU. Sur l'ensemble de la période, le yen s'est déprécié de 2,2% vis-à-vis de l'Ecu.

Le dollar canadien a clôturé le mois à \$EU 0,8355, soit en hausse de 0,9% à l'égard du dollar EU. L'appréciation de la monnaie canadienne est intervenue dans le contexte d'un élargissement des écarts de taux d'intérêt entre les instruments comparables des marchés monétaires canadien et américain et, plus tard dans le mois, de la chute du dollar EU vis-à-vis des principales monnaies.

II. INTERVENTIONS

a) Interventions en dollars EU

Les ventes nettes de dollars EU se sont élevées à \$EU 15,5 milliards, alors qu'elles avaient atteint \$EU 19,1 milliards en mai. Les principaux vendeurs ont été la Banque du Japon, la Federal Reserve Bank et la Bank of England. Le Banco de Portugal et le Banco de España ont été les principaux acheteurs nets.

b) Interventions en monnaies communautaires et en Ecus privés

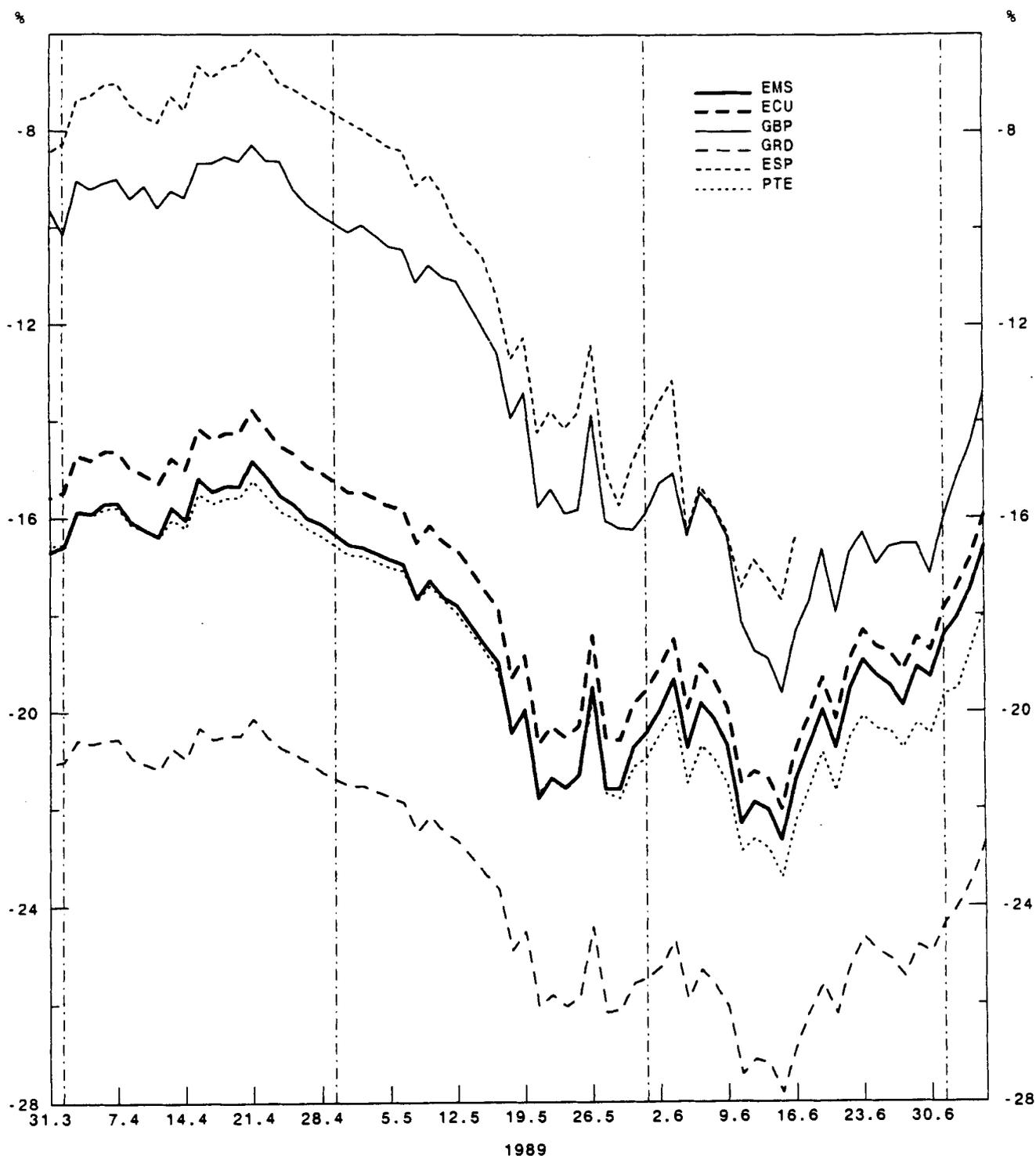
Les interventions effectuées en monnaies du SME et en Ecus privés par les banques centrales de la Communauté ont atteint l'équivalent de \$EU 0,4 milliard, au lieu de \$EU 3,7 milliards en mai. Ces interventions ont consisté essentiellement en achats d'Ecus par le Banco de España. La Sveriges Riksbank a acquis un montant substantiel de deutsche marks.

III. EVOLUTION JUSQU'AU 7 JUILLET

Des pressions à la baisse ont continué de s'exercer sur le dollar durant les premiers jours de juillet, en raison d'anticipations persistantes d'un nouvel assouplissement de la politique monétaire aux Etats-Unis.

La peseta espagnole a recommencé à s'apprécier et s'est encore raffermie dans la partie supérieure de la bande de fluctuation large du SME.

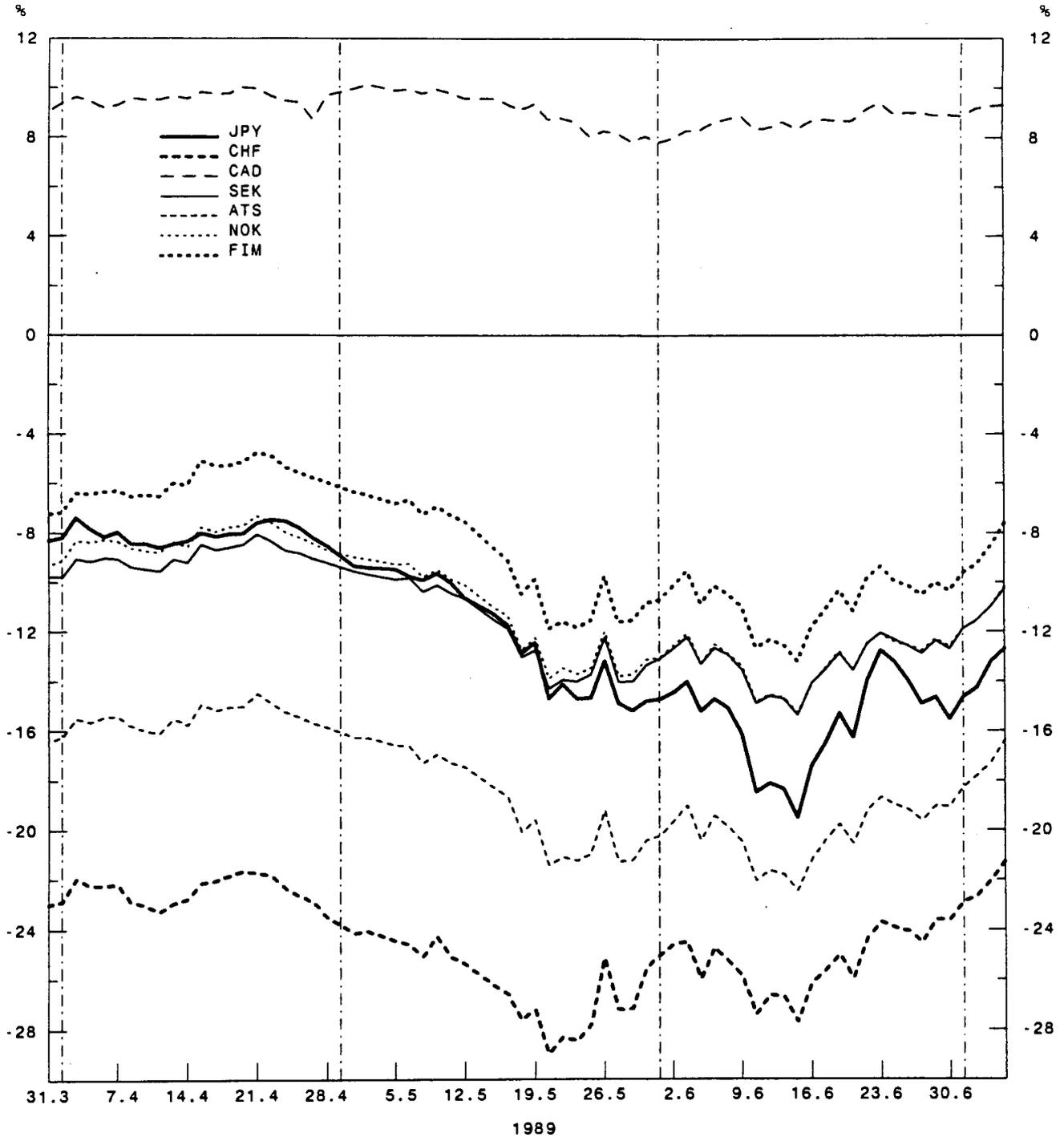
EVOLUTION OF THE ECU, THE MIDDLE RATE OF THE CURRENCIES PARTICIPATING IN THE EXCHANGE RATE MECHANISM OF THE EMS, AND THE CURRENCIES OF THE EEC CENTRAL BANKS WHICH DO NOT PARTICIPATE IN THAT MECHANISM, ON THE BASIS OF THE EXCHANGE RATES PREVAILING ON 31ST DECEMBER 1987 AGAINST THE USD*



* See next page.

7.7.1989

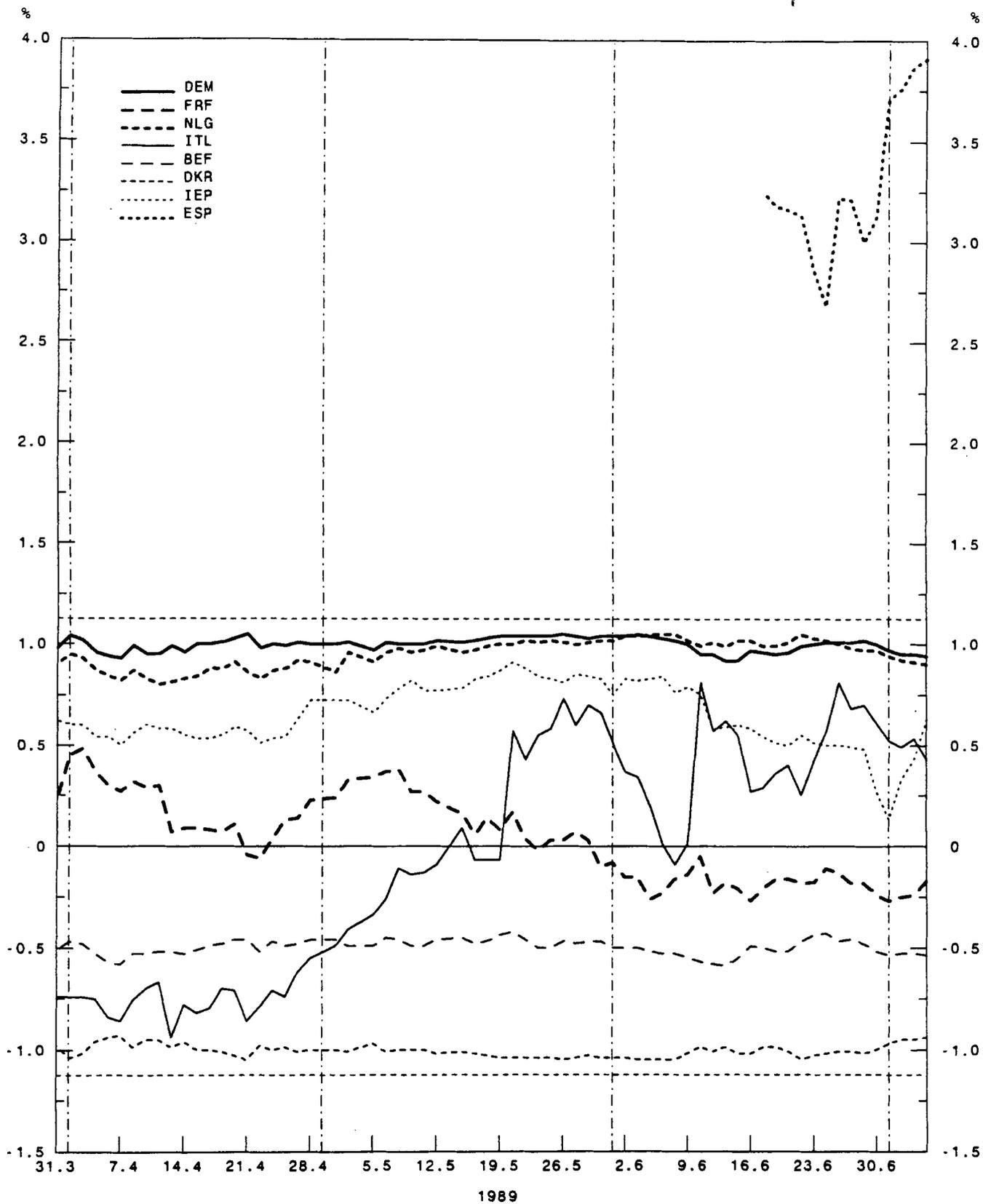
EVOLUTION OF THE CURRENCIES OF THE NON-EEC CENTRAL BANKS
PARTICIPATING IN THE CONCERTATION, ON THE BASIS OF THE EXCHANGE
RATES PREVAILING ON 31ST DECEMBER 1987 AGAINST THE USD*



* ECU 0,767254; GBP 0,5346; GRD 126,2002; ESP 107,8498; PTE 130,0242; FIM 3,945; CAD 1,302; CHF 1,2775; JPY 121,4501; SEK 5,795; NOK 6,233; ATS 11,129; middle rate of the currencies participating in the EMS 0,77324. The middle rate of the currencies participating in the EMS represents the daily average of the exchange rates of those two currencies which have the largest divergence from their current bilateral central rates, with a maximum fluctuation of 2.25%.

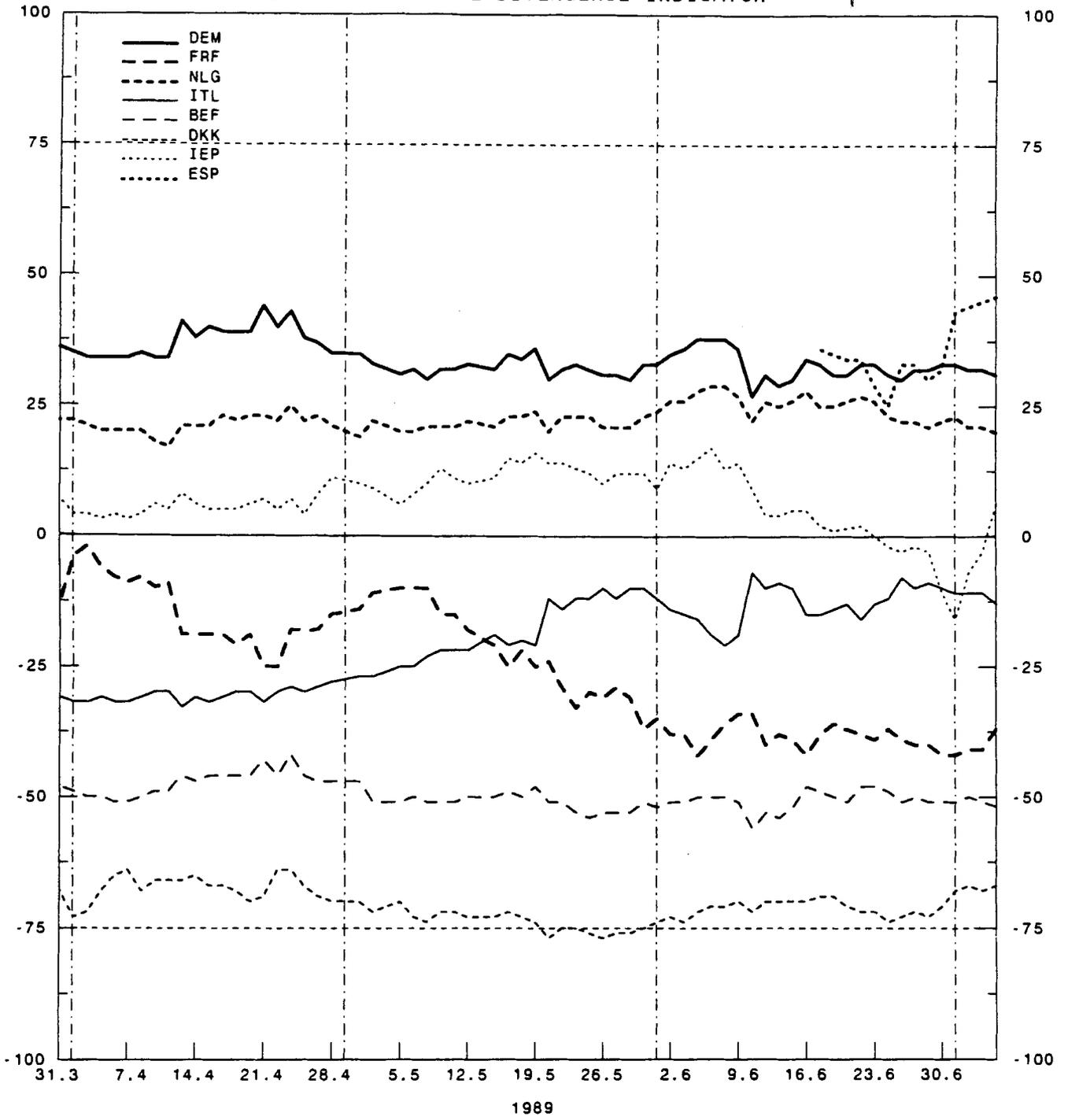
7.7.1989

MOVEMENTS IN THE EMS PARITY GRID



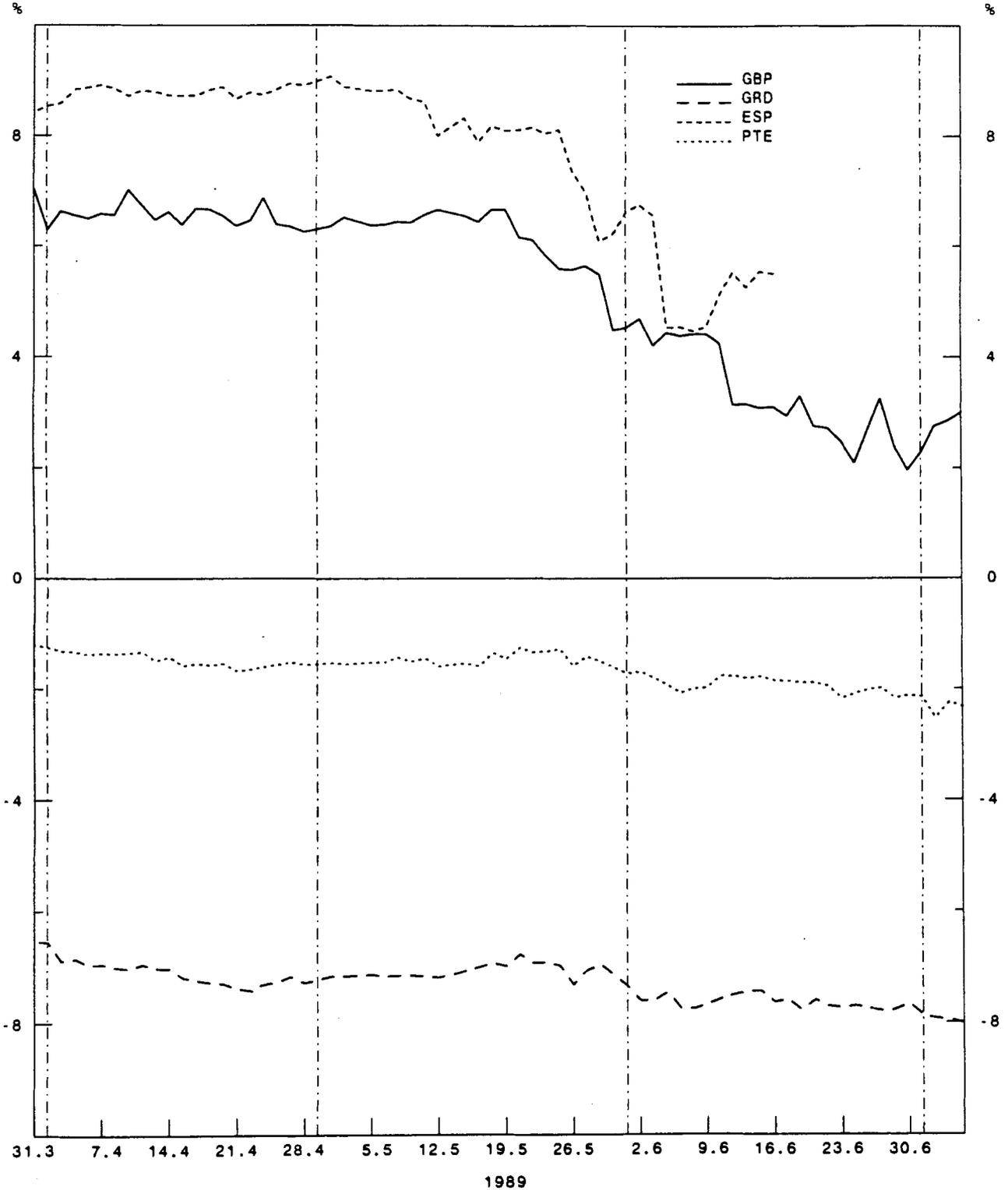
7.7.1989

EVOLUTION OF THE DIVERGENCE INDICATOR*



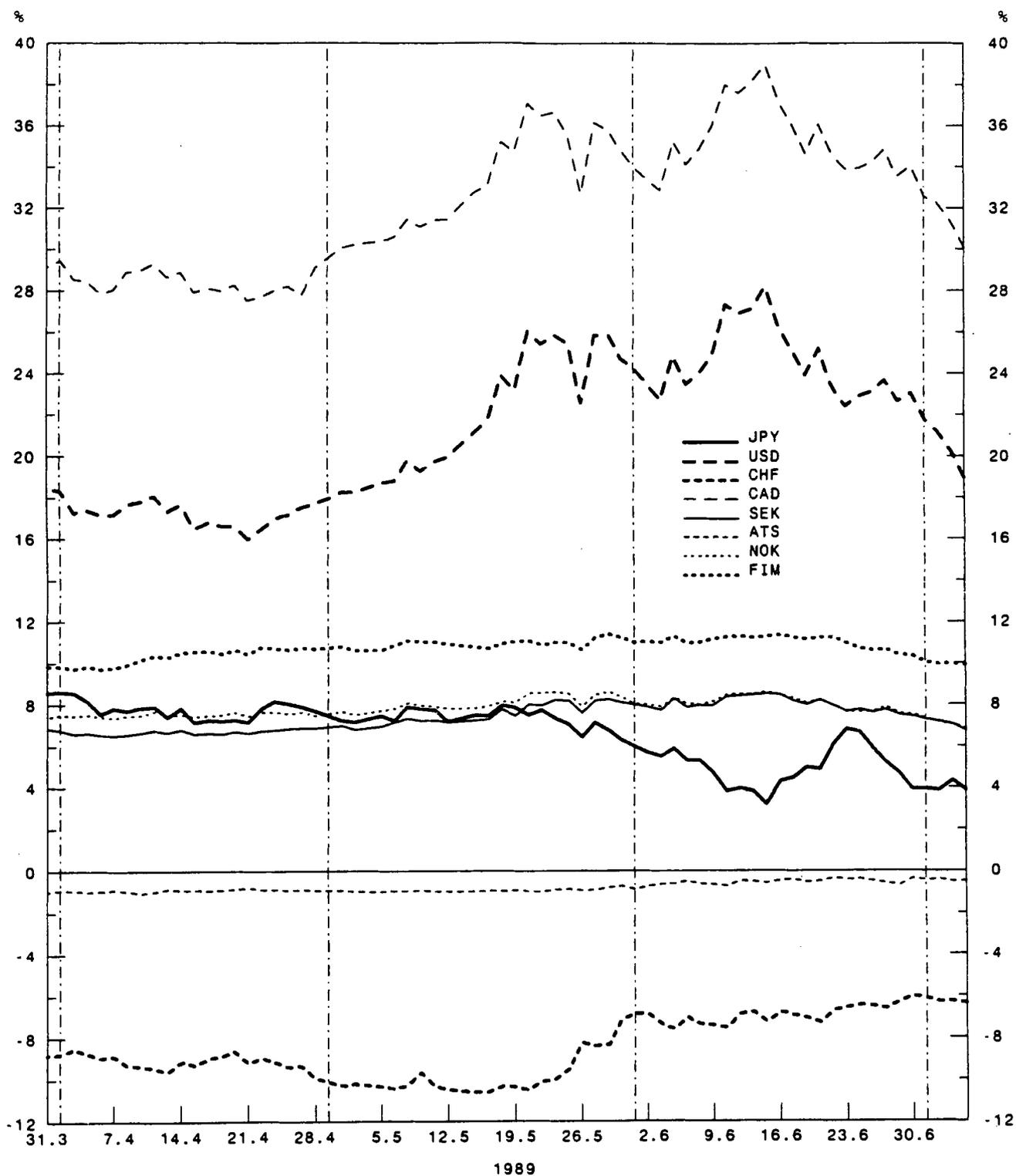
* The divergence indicator provides a uniform measure of a currency's position in relation to its ECU central rate. The maximum divergence spread is the maximum percentage by which a currency's market rate against the ECU may appreciate or depreciate in relation to its ECU central rate; it is expressed as +/-100, the divergence threshold being +/-75. The data which has been used to draw this graph are the ECU rates against the different currencies, adjusted to eliminate the effect of the fluctuation of the Italian lira, the Spanish peseta, the pound sterling and the Greek drachma outside the 2.5% margin against the other currencies participating in the EMS.

EVOLUTION OF THE POUND STERLING, THE GREEK DRACHMA, THE SPANISH PESETA AND THE PORTUGUESE ESCUDO, ON THE BASIS OF THE MARKET RATES PREVAILING ON 31ST DECEMBER 1987 AGAINST THE ECU*



* GBP 0,696793; GRD 164,483; ESP 140,566; PTE 169,467.

EVOLUTION OF THE CURRENCIES OF THE NON-EEC CENTRAL BANKS
PARTICIPATING IN THE CONCERTATION, ON THE BASIS OF THE EXCHANGE
RATES PREVAILING ON 31ST DECEMBER 1987 AGAINST THE ECU*



* USD 1,30335; CAD 1,69696; CHF 1,66503; JPY 158,292; SEK 7,55292; NOK 8,12378; ATS 14,5050; FIM 5,14172.

7.7.1989