

12 janvier 1993

Confidentiel

Final

(Traduction)

**PROCÈS-VERBAL
DE LA 271^{ème} SÉANCE DU COMITÉ DES GOUVERNEURS
DES BANQUES CENTRALES DES ÉTATS MEMBRES
DE LA COMMUNAUTÉ ÉCONOMIQUE EUROPÉENNE**

TENUE À BÂLE, LE MARDI 8 DÉCEMBRE 1992

SOMMAIRE

	Page
I. APPROBATION DU PROCÈS-VERBAL DE LA 270^{ème} SÉANCE	1
II. ADOPTION PAR LE COMITÉ DU RAPPORT DESTINÉ AUX MINISTRES DES FINANCES DES PAYS DE LA CEE CONCERNANT L'ÉVOLUTION SUR LES MARCHÉS DES CHANGES DES DIX-NEUF PAYS PARTICIPANT À LA CONCERTATION AU COURS DU MOIS DE NOVEMBRE ET DES PREMIERS JOURS DE DÉCEMBRE 1992	1
III. RECONDUCTION DU MÉCANISME DE CRÉDITS CROISÉS RENOUVELABLES DU SME	1
IV. RENOUELEMENT DES ACCORDS DE CRÉDITS CROISÉS AVEC LA NORGES BANK	2
V. ACCORDS BILATÉRAUX ENTRE RESPONSABLES DU CONTRÔLE BANCAIRE DE LA COMMUNAUTÉ SUR L'APPLICATION DE LA DEUXIÈME DIRECTIVE DE COORDINATION BANCAIRE	2
VI. SURVEILLANCE DES DÉVELOPPEMENTS ET POLITIQUES ÉCONOMIQUES ET MONÉTAIRES DANS LA CEE	3
1. Exposé de M. Saccomanni, Président, Sous-Comité de politique des changes (surveillance)	3
2. Exposé de M. Borges, Président, Sous-Comité de politique monétaire	5
3. Exposé de M. Rey, Président, Comité des Suppléants	7
4. Discussion par le Comité	8
VII. TRAVAUX PRÉPARATOIRES POUR LE PASSAGE À L'ÉTAPE FINALE DE L'UEM	16
VIII. AUTRES QUESTIONS RELEVANT DE LA COMPÉTENCE DU COMITÉ	16
1. Échange de personnel entre banques centrales de la Communauté	16
2. Recrutement d'un expert en télécommunications	16
3. Prochain rapport annuel du Comité des Gouverneurs	16
4. Liaison entre le Groupe de travail sur les systèmes de paiement de la CEE et le Comité européen de normalisation bancaire, créé sous l'égide des trois fédérations bancaires européennes	17
5. Présentation du premier rapport annuel du Comité des Gouverneurs à la séance plénière du Parlement européen	17
IX. DATE ET LIEU DE LA PROCHAINE SÉANCE	17

* * *

La liste des participants est jointe en annexe.

Avant d'en venir à l'ordre du jour, le Président déclare que, lors de la réunion restreinte qu'ils ont tenue avant la présente séance, les Gouverneurs sont convenus d'élire M. Duisenberg Président du Comité, pour un mandat d'une année à compter du 1er janvier 1993. Le Président informera les journalistes, si la question lui est posée, que l'élection de M. Duisenberg ne présume aucunement de la recommandation que le Comité fera à l'avenir pour la nomination d'un Président de l'IME. En outre, comme M. Lagayette s'est démis de ses fonctions de Sous-Gouverneur de la Banque de France et n'est donc plus son représentant au Comité des Suppléants, le Président a demandé que l'on fasse savoir à M. Lagayette combien les Gouverneurs ont apprécié sa contribution à l'activité des Suppléants.

M. Duisenberg remercie ses collègues pour la confiance qu'ils lui ont témoignée en l'élisant Président du Comité.

I. APPROBATION DU PROCÈS-VERBAL DE LA 270^{ème} SÉANCE

Le Comité approuve le procès-verbal de la 270^{ème} séance.

II. ADOPTION PAR LE COMITÉ DU RAPPORT DESTINÉ AUX MINISTRES DES FINANCES DES PAYS DE LA CEE CONCERNANT L'ÉVOLUTION SUR LES MARCHÉS DES CHANGES DES DIX-NEUF PAYS PARTICIPANT À LA CONCERTATION AU COURS DU MOIS DE NOVEMBRE ET DES PREMIERS JOURS DE DÉCEMBRE 1992

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

III. RECONDUCTION DU MÉCANISME DE CRÉDITS CROISÉS RENOUVELABLES DU SME

En vue d'assurer la continuation du mécanisme de crédits croisés renouvelables du SME au delà du 13 mars 1993, échéance stipulée dans la décision des Gouverneurs du 11 décembre 1990, les Gouverneurs décident, en application de l'article 20.1 de l'Accord du 13 mars 1979 fixant entre les banques centrales de la CEE les modalités de fonctionnement du SME (ci-après "Accord du SME"), tel qu'il a été amendé par les actes du 10 juin 1985 et 10 novembre 1987 respectivement:

- que les crédits croisés visés aux articles 17.3 et 18a.4 de l'Accord du SME ne seront pas dénoués au 13 mars 1993;
- que le mécanisme de ces crédits croisés est reconduit pour une nouvelle période de deux ans au terme de laquelle, et sauf décision contraire prise à l'unanimité, ces crédits seront dénoués. Durant cette période (c'est-à-dire jusqu'au 13 mars 1995), le mécanisme de crédits croisés restera soumis aux mêmes dispositions de l'Accord du

SME, étant entendu toutefois que les Gouverneurs pourront, par une décision prise à l'unanimité, réduire cette période et modifier le mécanisme dans la mesure où des changements institutionnels dans le domaine monétaire autres que ceux prévus dans le Traité de l'Union européenne interviendraient avant le 13 mars 1995.

En outre, le Comité invite le Président à informer par lettre le Président du Conseil ÉCOFIN de la décision des Gouverneurs; le projet de cette lettre a été diffusé par le Secrétariat.

IV. RENOUVELLEMENT DES ACCORDS DE CRÉDITS CROISÉS AVEC LA NORGES BANK

M. Rey déclare que, lors de la réunion qui s'est tenue la veille, les Suppléants ont été informés que l'accord de crédits croisés de la Norges Bank avec la Deutsche Bundesbank a été activé le 20 novembre 1992 pour un montant total de DM 1 milliard. Le Sous-Comité de politique des changes n'en avait pas été au courant lorsqu'il a recommandé le renouvellement des accords de crédits croisés bilatéraux pour une nouvelle période d'un an conformément aux conditions actuelles. Les Suppléants ont néanmoins proposé de suivre la recommandation du Sous-Comité de politique des changes. Il a toutefois été mentionné que la politique d'intervention de la Norges Bank doit être clarifiée. Les Suppléants ont pris note que la réunion annuelle avec le Gouverneur Skånland fournira une occasion pour discuter de cette question.

Le Comité adopte la proposition des Suppléants.

V. ACCORDS BILATÉRAUX ENTRE RESPONSABLES DU CONTRÔLE BANCAIRE DE LA COMMUNAUTÉ SUR L'APPLICATION DE LA DEUXIÈME DIRECTIVE DE COORDINATION BANCAIRE

M. Quinn déclare que la note de couverture distribuée en même temps que la proposition de projet de communiqué indique un certain nombre des raisons pour lesquelles il est suggéré que les Gouverneurs publient un communiqué. Si la deuxième Directive de coordination bancaire établit le cadre législatif et les principes directeurs, le Sous-Comité estime nécessaire de se mettre d'accord sur l'application pratique de cette législation, en ce qui concerne notamment la surveillance des succursales de banques établies dans d'autres pays membres. On ne peut se faire une idée préliminaire de la possibilité de concevoir un accord bilatéral standard susceptible de s'appliquer aux relations entre l'ensemble des responsables de la surveillance bancaire de la Communauté, étant donné les différences entre législations nationales et les diverses préférences des pays membres. Il a donc fallu négocier une série d'accords bilatéraux régissant les relations entre les responsables de la surveillance des pays d'origine et des pays d'accueil quant à l'application de la Directive; ce processus est pratiquement achevé. Lors de sa réunion de novembre, le Sous-Comité s'est penché sur la question de savoir si l'ensemble des accords bilatéraux doivent être rendus publics. Certains pays le souhaitent; un accord a d'ores et déjà été annoncé avec le consentement mutuel des deux parties concernées. D'autres sont

moins favorables à cette approche, préférant recourir à des moyens différents pour informer leurs banques des implications pour la surveillance. Le Sous-Comité ne souhaite pas publier l'ensemble des accords bilatéraux, mais recommande aux Gouverneurs de diffuser un communiqué. Le projet de communiqué contient deux messages essentiels: premièrement, indiquer à la communauté bancaire et à l'opinion publique que le processus de préparation du marché unique en matière de services bancaires est achevé tant sur le plan législatif qu'administratif; deuxièmement, fournir des éléments rassurants en ce qui concerne la surveillance des opérations des banques de la CEE sous le nouveau régime. En outre, comme Sir Leon Brittan fera une déclaration publique au cours de la prochaine semaine pour saluer l'application de la Directive, qui marque le démarrage du marché unique dans ce domaine, le Sous-Comité est d'avis que le communiqué publié dans le même esprit par les Gouverneurs complétera et renforcera le message.

Le Comité approuve le projet de communiqué et demande à M. Quinn et au Secrétariat de coordonner sa publication avec la Commission.

M. Ciampi espère qu'à l'avenir il sera possible de mettre au point un accord standard multilatéral pour remplacer le réseau d'accords bilatéraux négociés.

VI. SURVEILLANCE DES DÉVELOPPEMENTS ET POLITIQUES ÉCONOMIQUES ET MONÉTAIRES DANS LA CEE:

- surveillance mensuelle de l'évolution à court terme;
- exercice ex ante consacré à l'examen des objectifs de politique monétaire pour 1993 dans le cadre commun de la surveillance des politiques monétaires;
- examen annuel des développements dans le Système monétaire européen.

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

Le Groupe de surveillance a concentré son attention sur la situation au sein du SME après un bref examen des perspectives d'évolution du dollar EU. Il a noté que la reprise tant attendue de l'économie américaine, dont on perçoit à présent des signes indéniables, ne s'est pas accompagnée de l'appréciation escomptée du dollar EU; des ventes bénéficiaires limitent son ascension. Diverses raisons sont avancées pour expliquer cette évolution: persistance de tensions au sein du SME liées à la fermeté anticipée des taux d'intérêt en Allemagne; incertitudes au sujet de la politique du gouvernement américain, en particulier adoption d'une attitude prudente par l'Administration Clinton dans la présentation du vaste programme de relance par le déficit budgétaire. Ces facteurs ont contribué à la stabilité des taux d'intérêt aux États-Unis. Cependant, comme le rythme de croissance de l'activité économique dans les prochains temps sera probablement plus rapide aux États-Unis que dans le reste du monde industriel, la reprise du dollar peut n'être qu'une question de temps.

Des tensions ont persisté au sein du MCE même après le réalignement des monnaies espagnole et portugaise le 22 novembre. Les opérateurs s'attendent toujours à d'autres ajustements de

parités, dans les pays également où les données fondamentales sont favorables, et ne se départiront probablement pas de cette attitude dans la situation actuelle de faible croissance et de taux d'intérêt élevés requis pour lutter contre la spéculation monétaire. Les marchés ont pris note des événements en Suède, où la détermination de recourir aux taux d'intérêt de façon agressive a été atténuée par les répercussions sur le plan interne.

Dans ce contexte global, le Groupe a examiné la situation des diverses monnaies. Tant en Espagne qu'au Portugal, les marchés ont été calmes après le réalignement: les taux d'intérêt du marché n'ont guère bougé et la modification des parités a été jugée appropriée. En Espagne, l'abolition des mesures de pénalisation prises à l'encontre de la spéculation a été bien accueillie et le dosage des moyens d'action mis en oeuvre par les autorités espagnoles a été considéré comme plus équilibré. Au Portugal, l'escudo, qui a pu glisser brièvement après le réalignement, est ensuite demeuré stable près du sommet de la nouvelle bande large du MCE. Ce résultat a été obtenu grâce à des interventions sur les marchés monétaires et des changes visant à pénaliser les spéculateurs et à maintenir une politique anti-inflationniste. Après le réalignement, la livre irlandaise, la couronne danoise et le franc français ont été le plus exposés. Quelques tensions sont nées principalement de la crédibilité réduite du MCE et de l'impact du flottement de la couronne suédoise même si les facteurs internes ont aussi joué un rôle. En France, en particulier, des incertitudes se sont manifestées du fait de la remise en question de la politique de "franc fort" par certains politiciens dans les débats d'avant les élections législatives de mars 1993. Le dépassement du cap de 3 millions de chômeurs et la position de la France sur les négociations du GATT sont également sources de tensions. La discussion au sujet des perspectives de coopération monétaire dans le MCE contribue en outre à l'incertitude, et l'établissement éventuel d'une nouvelle bande plus étroite entre le franc français et le deutsche mark a amené le marché à tester la nouvelle limite supposée de FF 3,40 pour un deutsche mark. Les tensions ont été contenues par le recours, à des degrés divers, à l'ensemble des instruments de marché prévus par l'Accord de Bâle/Nyborg, le rôle de la hausse des taux d'intérêt ayant été relativement plus important en Irlande et au Danemark et celui des interventions plus prononcé en France.

La situation des pays à monnaie plus forte a également été passée en revue. Pour ce qui est de l'Allemagne, la Deutsche Bundesbank ne voit pas de marge de manoeuvre dans la gestion de la politique monétaire étant donné le dépassement persistant des agrégats monétaires et l'évolution décevante des prix malgré le ralentissement de l'activité économique. Une approche prudente à l'égard de la politique monétaire est aussi considérée comme nécessaire en raison des incertitudes concernant l'incidence du relèvement de la TVA (prévu pour janvier) sur l'inflation, des prochaines négociations salariales et du résultat des discussions budgétaires en Allemagne. Les marchés ont abandonné l'idée de voir les taux d'intérêt officiels abaissés lors de la prochaine réunion du Conseil de la Bundesbank, et les taux à court terme se sont raffermis sur le marché, anticipant en partie un traditionnel mouvement de hausse de fin d'année. Des évolutions similaires ont été, dans une moindre mesure, également enregistrées en Belgique et aux Pays-Bas en dépit d'une légère réduction du taux des avances décidée par les deux banques centrales à la mi-novembre.

Parmi les monnaies flottantes, les nouvelles tensions ont affecté négativement la lire italienne, malgré le recul de l'inflation en dessous de 5% et l'amélioration de la balance commerciale, légèrement excédentaire en octobre, alors qu'elle était fortement déficitaire en octobre 1991. La drachme grecque a été affectée dans une mesure limitée et comme le marché s'est stabilisé, les restrictions appliquées aux opérations à terme des banques ont été éliminées. L'appréciation de la livre sterling reflète les prises de bénéfices après sa dépréciation en septembre, les entrées de fonds en provenance de Hong Kong ainsi que l'amélioration des perspectives économiques au Royaume-Uni.

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

Compte tenu des turbulences actuelles sur le marché et de l'instabilité sans précédent du SME, l'exercice ex ante doit assumer un caractère plus qualitatif; malgré l'établissement de prévisions précises, le degré d'incertitude élevé dans tout scénario recommande la prudence dans l'examen des chiffres. L'exercice ex ante s'est inscrit dans un contexte marqué par une croissance économique toujours médiocre et des progrès insuffisants sur le front de l'inflation. Au cours de l'année 1992, les perspectives économiques en dehors de la Communauté sont demeurées faibles et la demande interne au sein de la Communauté a été même plus déprimée. La persistance du ralentissement économique a engendré de sérieux problèmes de confiance, principalement dans les pays où le niveau de l'endettement public ou privé peut empêcher ou différer le retour à une évolution normale de la dépense. Les progrès en matière d'inflation sont restés limités du fait d'une forte progression des salaires dans certains pays ou des relèvements d'impôts - ou autres facteurs fiscaux - dans d'autres. L'évolution de la situation monétaire reflète des contrastes marqués, avec une expansion lente de la masse monétaire dans les pays à faible activité et inflation, et rapide ailleurs. En Allemagne, l'accroissement de la masse monétaire est constamment demeuré excessif malgré le niveau élevé des taux d'intérêt à court terme.

Les dilemmes des autorités, engendrés par la lutte contre l'inflation dans le contexte d'une détérioration du niveau d'activité, ont été au coeur de la crise du MCE au cours des trois mois précédents. Les incertitudes entourant la ratification du Traité de Maastricht ont entamé la confiance dans la détermination des pays à converger vers la stabilité des prix; cela a été amplifié par le manque de cohésion à l'égard de la priorité accordée à la lutte contre l'inflation par le pays servant de point d'ancrage. Un réalignement est devenu inévitable aux yeux du marché. La modification des parités a eu lieu dans une atmosphère de tensions et peut même conduire à des problèmes de confiance plus graves étant donné que la crédibilité des politiques a été mise à rude épreuve; les interventions massives ont exacerbé les difficultés de la régulation monétaire. La crise du MCE a souligné l'importance que revêtent des hausses de taux d'intérêt prises au bon moment et si nécessaire substantielles, comme le moyen le plus efficace de défendre une monnaie sous pression. Cependant, l'aptitude ou le désir de relever les taux d'intérêt diffèrent d'un pays à l'autre. Le degré d'indépendance de la banque centrale constitue un élément clé à cet égard, mais des facteurs économiques et financiers engendrent souvent des contraintes supplémentaires en matière de taux d'intérêt, en particulier dans les

pays à endettement très élevé; si les modifications des taux du marché monétaire sont transmises rapidement à l'ensemble ou à la majorité des instruments financiers, la défense des monnaies au moyen d'une politique de taux d'intérêt pourrait ne pas être crédible.

Lorsque des réalignements deviennent inévitables, ils doivent être entrepris dès que possible, en dépit des inconvénients d'ajustements trop fréquents. En outre, ils seraient inefficaces, voire néfastes, s'ils ne s'accompagnaient pas de mesures adéquates pour restaurer la stabilité. Après la crise, les conditions monétaires ont fortement divergé; seul le rétablissement de la confiance dans la grille des parités peut rétablir la convergence en matière de taux d'intérêt.

Les perspectives pour 1993 demeurent sombres. La croissance est toujours faible et, conséquence partielle de cette situation, les déficits budgétaires s'élargiront considérablement dans plusieurs pays. L'inflation devrait rester élevée, nettement supérieure aux niveaux de 1986 à 1988, et fort éloignée de la stabilité des prix. On constate des signes encourageants de modération des salaires, mais de nouvelles augmentations des impôts indirects ainsi que l'appréciation du dollar EU entraîneront une hausse des prix. Le Sous-Comité a souligné que les politiques monétaires doivent continuer à être axées sur la réalisation et le maintien de la stabilité des prix; cela n'est toutefois pas incompatible avec une croissance non inflationniste. Une politique monétaire à moyen terme devra permettre une certaine reprise de la croissance en 1993. En fait, dans le cas d'un ralentissement significatif de la croissance nominale, la politique d'objectifs implique en temps normal une baisse des taux d'intérêt. L'activisme monétaire consistant en des tentatives de réglage fin de l'économie va à l'encontre de l'objectif recherché et doit être évité. La continuité de l'orientation de la politique monétaire dans la Communauté est souhaitable, mais il faut que les objectifs monétaires soient fixés en tenant compte des plus grandes incertitudes sur le plan économique et monétaire. En Allemagne, l'expansion de la masse monétaire doit se ralentir. La détermination des objectifs pour 1993 sera particulièrement difficile étant donné le dépassement enregistré cette année et la persistance de certains facteurs spéciaux. Le Sous-Comité a noté les avantages que peut comporter un élargissement de la fourchette-objectif. Dans les pays à faible inflation, dont les monnaies sont soumises à des pressions, le rétablissement de la crédibilité du taux de change doit constituer la priorité absolue; il permet d'améliorer considérablement la situation par un rétrécissement des écarts de taux d'inflation. Les économies d'Espagne et du Portugal sont en phase de ralentissement, mais l'inflation demeure un problème. Des politiques restrictives, en particulier sur le plan budgétaire, sont nécessaires pour contenir les conséquences inflationnistes du récent réalignement. Les pays hors MCE ont une politique monétaire plus autonome; ils recourent tous aux objectifs monétaires. En Italie et au Royaume-Uni, la vive dépréciation de la monnaie comporte une incidence inflationniste considérable, qui recommande une certaine prudence aux autorités monétaires.

Il est difficile d'évaluer la compatibilité mutuelle des politiques monétaires au sein de la Communauté. Les récents réalignements ont pu permettre d'effacer les pertes de compétitivité, éliminant ainsi une source potentielle de tensions; les politiques monétaires et autres doivent empêcher dorénavant une nouvelle détérioration de la compétitivité. Le désir des pays de la bande

étroite d'utiliser les taux d'intérêt pour défendre leur monnaie donne à penser que les problèmes de compatibilité pourront être évités à l'avenir; cependant, les tensions liées aux cas les plus sérieux de faible activité économique peuvent ressurgir. Les politiques des pays extérieurs au MCE ne peuvent pas être considérées comme indifférentes à l'égard de la stabilité des pays de ce mécanisme et doivent donc être orientées fermement vers la stabilité des prix à long terme; cela devra conduire à la stabilité des taux de change et assurer le succès du retour dans le MCE.

Enfin, en essayant d'identifier les risques fondamentaux inhérents aux perspectives d'évolution pour 1993, le Sous-Comité a mis l'accent sur la possibilité d'un ralentissement économique plus prononcé dans la Communauté, et par conséquent d'une accentuation des dilemmes qui se posent actuellement aux autorités. Dans ce cas, une politique monétaire à moyen terme engendrera en temps normal un recul approprié des taux d'intérêt en dépit de l'apparition de difficultés sérieuses en cas de persistance d'une forte expansion monétaire alimentée, le cas échéant, par la poursuite de l'inflation. Un assouplissement prématuré de la politique monétaire ou l'adoption d'une orientation trop libérale sur le plan budgétaire doivent également être écartés; les conséquences pour les perspectives d'inflation à moyen terme dans la Communauté seraient trop graves. Il y a en outre un risque considérable de voir se maintenir des tensions de taux de change dans le MCE, puisque même les monnaies bénéficiant de données fondamentales favorables demeurent vulnérables. Le Sous-Comité souligne les effets bénéfiques de toute mesure susceptible de renforcer la crédibilité des taux de change. Cependant, la forte dépréciation récente de certaines monnaies entraînera des pressions inflationnistes; même si ces dernières ne se font sentir qu'à moyen terme, la politique monétaire doit rester prudente.

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

La politique monétaire a été confrontée à de sérieux défis au cours de l'année écoulée; 1993 ne sera sans doute pas plus facile étant donné la détérioration des perspectives de croissance à court terme dans la Communauté sans que les prévisions d'inflation dans le pays servant de point d'ancrage s'améliorent de manière significative. Les Suppléants ont été informés par le représentant de la Commission du projet d'initiative de croissance, dont l'objet est de promouvoir la confiance tout en reconnaissant pleinement la marge de manoeuvre limitée dont disposent actuellement les pays membres. À cet égard, les Suppléants reprennent à leur compte les conclusions du rapport ex ante, à savoir qu'il faut s'opposer fermement aux tentatives de réglage fin de la politique monétaire. L'opinion générale est que, pour rétablir la confiance dans le MCE, les politiques monétaires doivent être maintenues résolument dans une perspective de stabilité des prix à moyen terme; toute déviation par rapport à cette orientation peut aller à l'encontre du but recherché et conduire à une nouvelle instabilité en matière de taux de change.

Cinq points principaux se dégagent de la discussion des Suppléants. Premièrement, la plupart d'entre eux estiment que, compte tenu de l'évolution probable de l'inflation en Allemagne, il n'y a guère de choix pour l'orientation globale de la politique monétaire dans ce pays; il appartient au Conseil de la Deutsche Bundesbank de traduire cette constatation dans l'objectif monétaire approprié.

Des questions techniques ont été soulevées en ce qui concerne la fiabilité de l'agrégat M3 actuel en tant qu'indicateur de la politique monétaire allemande et il a été souligné que ce qui importe le plus, en dernière analyse, c'est le comportement des prix. Un assouplissement prématuré des conditions monétaires ne sera, à l'évidence, pas justifié tant que l'inflation demeurera tenace. Deuxièmement, il est largement reconnu que dans les pays dont la monnaie est soumise à des pressions à la baisse l'instrument des taux d'intérêt ne devrait pas être démantelé trop tôt, du moins pas en totalité; les écarts de taux d'intérêt devront probablement se maintenir à un niveau assez élevé dans un avenir prévisible, même dans les pays disposant de données fondamentales favorables mais d'une monnaie fragile. Troisièmement, la politique monétaire sera sans doute soumise à rude épreuve dans les pays où les taux d'intérêt sont élevés par rapport au niveau de l'activité et du chômage. Il conviendra dans ces cas d'établir clairement les priorités; si elles risquent de devenir incompatibles avec la stabilité du MCE, les conclusions appropriées devront être tirées rapidement avant que les pressions du marché ne dictent le résultat. Quatrièmement, lorsque les gouvernements seront résolus à maintenir la stabilité du taux de change et à recourir aux taux d'intérêt à cette fin, ils devront éviter d'envoyer au marché des messages susceptibles de saper leur propre crédibilité. Des appels répétés à un abaissement des taux d'intérêt - soit général, soit dans d'autres pays - ne servent qu'à faire naître des doutes sur la possibilité de maintenir le niveau des taux internes. Plusieurs Suppléants ont approuvé une recommandation du rapport ex ante, à savoir que l'indépendance des banques centrales peut avoir un impact vigoureux sur la crédibilité de la politique monétaire. Cinquièmement, dans les pays qui ont suspendu leur participation au MCE, des moyens appropriés doivent être trouvés pour réduire au minimum les risques inflationnistes liés à la dépréciation de leur monnaie: au Royaume-Uni par l'adoption d'un objectif pour l'inflation et en Italie par l'attribution d'un rôle prééminent aux agrégats monétaires. En Grèce, des progrès importants ont été réalisés en ce qui concerne le taux sous-jacent d'inflation, et le taux de change se verra désormais attribuer un rôle accru compte tenu des améliorations enregistrées sur le plan de la politique budgétaire.

Les Suppléants ont conclu que, au vu des incertitudes qui entourent le présent exercice ex ante, il convient de mettre en oeuvre une surveillance très vigilante des politiques monétaires dans les pays membres au cours de l'année 1993.

4. Discussion par le Comité

M. Schlesinger déclare que le rapport ex ante présenté par M. Borges décrit très bien la situation actuelle et les problèmes qui se sont posés en cours d'année; l'approche proposée pour 1993 mérite d'être soutenue. La stabilité des prix devra continuer à être l'objectif primordial; cela n'est pas en contradiction avec la nécessité d'encourager la croissance économique et les politiques à moyen terme ne devront pas être abandonnées. Ces objectifs sont corrects mais guère faciles à atteindre. Les opinions exprimées par le Groupe de surveillance, le Sous-Comité de politique monétaire et les Suppléants seront utiles au Conseil de la Deutsche Bundesbank, qui se réunira deux jours plus tard

pour fixer l'objectif de croissance de l'agrégat monétaire pour 1993 et examinera les changements éventuels à apporter à la politique monétaire.

M. de Larosière déclare être en accord avec la plupart des opinions exprimées au Comité. Cependant, sans modifier l'objectif général de stabilité des prix à moyen terme auquel il se rallie, il aurait souhaité que le rapport de M. Borges fasse preuve d'un peu plus de compréhension à l'égard de la réalité économique dans quelques pays où l'on observe actuellement une augmentation du chômage qui se poursuivra en 1993. En France il n'y a pas de tensions inflationnistes mais une préoccupation croissante au sujet du faible niveau de l'activité économique. Le taux d'inflation se situe actuellement à 2,5% sur une base annuelle et s'établira probablement à 2% à la fin de l'année. La politique monétaire de la France sera axée en 1993 sur la stabilité à moyen terme qui n'entravera pas la reprise de l'activité économique. Ceci aura à son tour un impact bénéfique sur l'évolution des coûts et des prix, car cela aidera à mettre en oeuvre une politique budgétaire saine et à réduire la pression sur les coûts résultant du faible degré d'utilisation des capacités. L'objectif de croissance de M3 en France sera semblable en 1993 à celui de 1992. Par ailleurs, si l'on insiste par trop sur le danger d'un relâchement prématuré des politiques, ceci peut entraîner des résultats allant à l'encontre du but recherché. Répéter constamment que les taux d'intérêt doivent continuer à rester élevés n'arrangera pas le moral des chefs d'entreprise. Le loyer de l'argent est suffisamment élevé en France pour sauvegarder la stabilité du taux de change. Les autorités françaises n'ont pas hésité à recourir à l'arme des taux d'intérêt durant les tensions de septembre et elles n'ont pas hésité non plus à les relever, surtout dans le compartiment à court terme lorsque le franc français a fait l'objet d'une nouvelle attaque. Lors de la prochaine conférence de presse annuelle sur la politique monétaire, il soulignera que la politique monétaire de la France vise à réduire le taux d'inflation tout en s'efforçant d'encourager la croissance économique.

En ce qui concerne la situation en Italie, M. Ciampi déclare que la politique de la Banca d'Italia est destinée à contenir les effets inflationnistes de la dévaluation; les résultats ont été positifs jusqu'à présent. La tendance à la baisse du taux d'inflation en Italie ne s'est pas interrompue du fait de la dévaluation; la hausse mesurée par l'indice des prix à la consommation se situe actuellement en dessous de 5% l'an. L'objectif pour 1993 est de 4,5% en moyenne; ce chiffre est certes supérieur à l'objectif initial mais demeure cependant ambitieux si l'on tient compte de l'ampleur de la dévaluation subie par la lire. Plusieurs facteurs devraient réduire l'incidence de la dévaluation sur les prix et les coûts. Premièrement, l'ajustement du cours de la lire est intervenu à un moment où la demande était faible et a pesé davantage sur la dépense en biens de consommation. Deuxièmement, la longue période de stabilité du taux de change avant les récentes tensions a permis aux employeurs et aux syndicats italiens de parvenir à un accord important sur l'abandon de l'échelle mobile. Troisièmement, la politique monétaire italienne est très stricte; les objectifs de croissance de M2 se situent entre 5% et 7% (actuellement aux alentours de 5%). La politique monétaire demeurera restrictive même s'il est admis que les taux d'intérêt sont toujours trop élevés. Étant donné que la production se ralentit en Italie et que l'on est en présence de plus en plus de capacités inutilisées, M. Ciampi est d'avis, comme

M. de Larosière, que dans ce cas l'inflation peut être combattue au moyen d'une reprise économique et d'un accroissement de la production. En ce qui concerne le MCE, il ne sera pas facile de retrouver la crédibilité perdue. Il est de l'intérêt des monnaies qui ont subi des attaques et du Système dans son ensemble de résister à de telles pressions. La crédibilité du Système ne peut être retrouvée que si l'on fait la démonstration d'une meilleure cohésion entre les autorités des pays membres. Lorsqu'une monnaie fait l'objet d'une attaque, tous les membres du Système devront être prêts à la soutenir soit au moyen d'interventions concertées, soit par l'adoption de mesures coordonnées sur le front des taux d'intérêt. Les pays membres devront adopter des politiques monétaires rigoureuses avec des objectifs bien définis, mais en cas de besoin les taux d'intérêt doivent être relevés ou abaissés de manière appropriée sans abandonner pour autant l'orientation générale de la politique monétaire pour répondre aux attaques lancées contre les monnaies.

Le Président invite M. Christophersen à présenter les prévisions de la Commission pour la croissance dans la Communauté en 1993.

M. Christophersen commente brièvement le document de travail préparé par la Commission pour la présidence britannique en vue du Sommet d'Édimbourg. Si la Commission s'attend à une croissance de 1-1,5% en 1993, il a personnellement le sentiment qu'elle sera plus proche de 1%, voire en dessous. De plus, le taux de chômage, objet de préoccupation dans de nombreux États membres, dépassera 11%; d'ici la fin de 1993, il pourrait atteindre son plus haut niveau depuis la Deuxième Guerre mondiale, le taux d'utilisation des capacités de production industrielle tombant à 79% ou moins. Le document de la Commission fait une distinction entre ce que peuvent faire les divers États membres individuellement et la tâche qui incombe à la Communauté. Dans le premier cas, il conviendrait de préparer la voie à une réduction des taux d'intérêt malgré la persistance des risques d'inflation sous-jacents. L'ampleur des relèvements salariaux constituera un facteur crucial dans nombre de pays membres puisqu'elle affectera les anticipations inflationnistes. La réduction des revendications salariales en Allemagne au cours de la dernière année est un facteur encourageant. Sur le plan de la politique budgétaire, la marge de manoeuvre semble limitée. Les pays qui en disposent l'ont d'ores et déjà utilisée en laissant jouer les stabilisateurs automatiques, du moins côté revenus comme en France. Dans d'autres pays, la marge de manoeuvre est devenue inexistante en raison du fort accroissement du déficit. Le document de la Commission recommande que les États membres examinent les modalités de réorientation des dépenses publiques vers l'investissement en dépit, d'une part, des difficultés que cela comporte, puisque cette décision reviendrait à plafonner les dépenses courantes telles que transferts sociaux, salaires du secteur public et aides de l'État et, d'autre part, des problèmes politiques et sociaux qui en résultent. La seule option, cependant, consiste à restructurer l'utilisation des ressources disponibles. Cela devra être fait de façon coordonnée. Un certain nombre de pays ont mis en oeuvre des programmes visant à améliorer la compétitivité, privatiser les entreprises d'État et éliminer les rigidités sur le marché du travail; si dans certains cas l'application de ces mesures a été couronnée de succès, dans d'autres elle a été moins convaincante. En ce qui concerne la Communauté, il convient surtout de mettre l'accent sur les ajustements structurels. Des

progrès notables peuvent être obtenus dans cette voie en accélérant l'instauration du marché intérieur, et la Communauté pourra réorienter ses propres dépenses en rapprochant davantage du marché certaines dépenses de recherche et en mettant plus l'accent sur l'information. En outre, la Commission travaille sur un accord avec un certain nombre de banques privées et la Banque européenne d'investissement en vue de créer un fonds d'investissement spécial destiné à fournir des garanties de crédit pour aider au financement des petites et moyennes entreprises et favoriser les investissements dans des projets de haute technologie. Des garanties d'Écus 6 millions sur deux ou trois ans seront disponibles; ce montant n'aura pas d'impact direct sur les taux de croissance, mais revêtera une importance psychologique. La Commission examine également l'idée du Président de la Commission selon laquelle la Communauté collecterait Écus 5 milliards sur le marché pour contribuer au financement de projets d'infrastructures dans les pays d'Europe orientale et centrale. Les États membres ont intérêt à financer des projets par l'intermédiaire de crédits garantis par la Communauté, ne serait-ce qu'en raison de la cotation AAA attribuée à la Communauté. Il importe que les discussions au prochain Sommet d'Édimbourg ne suscitent pas des attentes irréalistes, mais soient considérées plutôt comme s'inscrivant dans un processus continu. La Communauté devra établir en outre des contacts étroits dès que possible avec la nouvelle Administration américaine; une première analyse montre que la politique de l'équipe Clinton pourra engendrer dans la Communauté une croissance supplémentaire de 0,5% en dépit des nombreuses incertitudes sur l'orientation future du dollar et la façon dont la politique monétaire américaine sera menée en cas d'orientation budgétaire plus expansionniste. Enfin, il sera nécessaire de conduire le processus de surveillance multilatérale de manière beaucoup plus franche.

En réponse aux commentaires de M. Christophersen au sujet de la surveillance multilatérale, M. Christodoulou déclare que l'économie réelle doit constituer l'élément primordial dans les discussions. L'attention a eu tendance à se concentrer sur les questions monétaires, budgétaires et financières, sans tenir suffisamment compte de leur impact sur l'économie réelle. En ce qui concerne les perspectives et politiques économiques en Grèce, il indique que des progrès ont été réalisés sur la voie de la réduction de l'inflation et du déséquilibre budgétaire. L'inflation fléchit régulièrement mais lentement. Elle devrait tomber à 15% d'ici la fin de l'année, contre 18% en décembre 1991. La lenteur du rythme de la désinflation reflète l'introduction d'importants impôts indirects, principalement sur le fioul, en vue de combattre le déficit budgétaire, ce qui a ajouté, selon les estimations, 4 points à la hausse des prix. Le taux d'inflation doit descendre en dessous de 10% d'ici la fin de 1993 grâce à la modération des relèvements de salaires dans le secteur public et au resserrement de la politique budgétaire. Le budget de l'État qui a été soumis au Parlement la semaine précédente prévoit un excédent primaire de 5% du PIB et un besoin global de financement de 8% du PIB. L'atonie de l'activité économique contribuera également au ralentissement de l'inflation. La croissance économique en Grèce en 1993 sera probablement plus faible que ne le prévoit le rapport ex ante en raison de l'application de politiques restrictives sur le plan interne et de l'affaiblissement plus marqué que prévu initialement de la demande externe. La persistance de la basse conjoncture et d'un chômage

en hausse dans la Communauté est également préoccupante du fait que leurs effets sont amplifiés dans une économie telle que celle de la Grèce. En 1992, la politique monétaire est demeurée restrictive, comme l'indiquent la hausse des taux d'intérêt réels et l'expansion modérée du crédit interne. Par ailleurs, l'accroissement de la monnaie au sens large s'est accéléré à près de 19% en taux annuel en août, soit un chiffre nettement supérieur à l'objectif de 9-12%, en raison de l'amélioration notable de la balance des paiements courants, d'importantes entrées de capitaux au premier semestre de 1992 et d'un rétrécissement de l'écart entre les taux d'intérêt servis sur les dépôts bancaires et les titres d'État. Au cours de ces derniers mois cependant, l'expansion monétaire s'est atténuée par suite d'un certain nombre de mouvements: relèvement des taux d'intérêt sur les bons du Trésor; évolutions défavorables sur les marchés des changes; interventions continues de la Banque de Grèce sur le marché monétaire interne. En 1993, la politique monétaire continuera à être axée sur la désinflation; un objectif de croissance monétaire large de quelque 10% a été fixé. Dans le même temps, on recourra davantage à la politique de change pour lutter contre l'inflation. Les taux d'intérêt réels devront se maintenir à des niveaux élevés en 1993. Cependant, l'amélioration escomptée dans le dosage des moyens d'action devra se traduire par un recul progressif des taux d'intérêt hors inflation par rapport aux niveaux records récents. Les politiques économiques et monétaires en place sont compatibles avec les objectifs fixés dans le programme de convergence grec pour 1993. La réalisation des objectifs à moyen terme pour la Grèce et les autres pays de la Communauté dépendra néanmoins dans une large mesure de l'évolution politique sur les plans interne et externe.

M. Beleza déclare que l'orientation des politiques au Portugal est conforme à son programme de convergence. Le déficit budgétaire doit baisser de plus d'un point du PIB et être ramené à près de 3%; il est espéré que le gouvernement portugais mette l'accent sur la modération des dépenses courantes. Le ratio endettement/PIB est désormais voisin de 60% et continuera à reculer. Un élément crucial sera constitué par les négociations salariales dans la fonction publique, du fait notamment qu'elles donneront le ton général aux prochains rendez-vous sociaux. Il est essentiel de maintenir l'orientation anti-inflationniste de la politique monétaire et la stabilité de la politique de change. Cela revient à accepter les conséquences pour les taux d'intérêt, mais les écarts devraient diminuer dans un proche avenir. Le Portugal continuera à respecter l'Accord de Bâle/Nyborg et estime que c'est là sa meilleure manière de contribuer au renforcement de la crédibilité du MCE. Enfin, l'abrogation annoncée précédemment des contrôles des capitaux encore en vigueur aura lieu comme prévu et ne devrait pas susciter d'appréhension.

M. Duisenberg déclare que les Pays-Bas se dirigent comme d'autres pays vers une phase de croissance très lente. Le PIB devrait augmenter de quelque 1,25-1,50% au cours de l'année 1992 et de 1,5% au maximum en 1993. Le déficit de l'État au cours de la période de douze mois se terminant en novembre est tombé à 2,8% du PIB pour la première fois en vingt ans. Le taux d'inflation se situe à 3% à la mi-octobre du fait en partie que le gouvernement a effectué une réduction anticipée de la TVA au 1er octobre 1992 au lieu du 1er janvier 1993. Cette réduction, jointe à l'appréciation effective du florin, devrait ramener l'inflation en dessous de 3%. Comme les taux longs se situent à 7,5% et que les

taux courts ne sont que faiblement inférieurs aux taux allemands, le loyer de l'argent ne devrait pas freiner la reprise de la croissance économique. La contribution la plus importante à la reprise sur le plan monétaire est le rétablissement de la confiance dans la grille des parités et dans le processus de l'UEM; les taux d'inflation dans la Communauté risquent de diverger plutôt que de converger, surtout à moyen terme. Étant donné la capacité de résistance de l'inflation presque partout malgré le ralentissement économique et le dérapage budgétaire dans de nombreux pays, il convient de faire preuve de prudence en modifiant l'orientation de la politique monétaire; en particulier, la politique de taux d'intérêt du pays-ancrage devra continuer à être axée sur l'objectif de stabilité des prix. Le rapport ex ante souligne à juste titre qu'un accroissement opportun et si nécessaire important de l'écart de taux d'intérêt constitue le moyen le plus efficace pour s'opposer aux pressions exercées par le marché sur les taux de change. Cependant, la marge de manoeuvre s'est réduite dans ce domaine du fait des critiques adressées continuellement en public aux politiques de taux d'intérêt, en particulier celle pratiquée en Allemagne. Ces critiques vont à l'encontre du but recherché vu que les marchés ont commencé à douter de la capacité et de la volonté des autorités d'accroître leurs taux d'intérêt internes et de maintenir des écarts élevés si nécessaire pour contrer les pressions du marché. Il peut être utile de transmettre ce message aux Ministres avant leurs discussions au Sommet d'Édimbourg.

M. Schlesinger note que, en soulignant la nécessité de la stabilité de la monnaie-ancrage, les conséquences qui en résultent pour la politique monétaire doivent être acceptées. La situation au cours des dix-huit mois écoulés a été compliquée par l'attente constante d'un abaissement des taux d'intérêt allemands, que la Deutsche Bundesbank n'a pas pu satisfaire, à l'exception de la réduction d'un point en septembre dernier. En ce qui concerne la phrase du rapport ex ante "lorsque les réalignements deviennent inévitables ils devront être effectués dès que possible pour éviter l'accumulation de tensions avec des coûts importants pour les pays dont la monnaie est soumise à des pressions à la baisse ou à la hausse", il se demande si cette responsabilité a été suffisamment assumée. Il convient avec M. Ciampi que la crédibilité du SME peut être rétablie, mais se demande ce que des "mesures symétriques" signifient dans ce contexte. Si la monnaie-ancrage n'est pas stable en termes d'expansion monétaire et de niveau des prix, le pays de cette monnaie ne devra pas abaisser les taux d'intérêt uniquement par égard pour la "crédibilité du MCE". M3, qui s'est accru à un rythme annuel de près de 8,5% en Allemagne durant les huit premiers mois de 1992, se situe actuellement 10% au-dessus du niveau d'il y a un an. L'accélération de l'expansion de M3 est due dans une large mesure aux interventions obligatoires massives, qui exercent une incidence expansionniste non seulement sur la liquidité bancaire - qui peut être neutralisée - mais également sur le montant de monnaie détenue par le secteur non bancaire. Si la fiabilité de M3 a été mise en doute par quelques Suppléants, tous les autres indicateurs ont montré que l'expansion monétaire est trop forte en Allemagne. Il en serait toujours ainsi si l'on tenait compte des facteurs spéciaux tels que la constatation que la circulation monétaire s'accroît actuellement à un rythme de 12,5%, en raison probablement des sorties de capitaux du secteur privé entraînées par l'application de la retenue à la source sur les revenus d'intérêts. Même en l'absence de ce facteur spécial, l'expansion monétaire dépasserait sensiblement

son objectif pour 1992 de 3,5-5,5%. L'instrument de taux d'intérêt a été en partie émoussé du fait qu'une part importante de l'expansion du crédit en Allemagne bénéficie de bonifications d'intérêt. Divers facteurs devront être pris en compte pour la fixation de l'objectif monétaire pour 1993: potentiel de croissance (environ 3%); hausse des prix acceptable à moyen terme (2%); surplus de liquidités de l'année en cours; modification de la vitesse de circulation de la monnaie comme conséquence d'une demande plus forte de monnaie dans la partie orientale que dans la partie occidentale de l'Allemagne; hausse éventuelle des prix provenant du relèvement de la TVA. Dans les circonstances actuelles, il conviendra donc de veiller à ce que l'abaissement des taux d'intérêt ne fournisse pas un stimulant supplémentaire à l'expansion monétaire. La situation n'est pas non plus idéale en ce qui concerne les salaires et les prix: le taux d'inflation, actuellement inférieur à 4%, dépassera légèrement ce niveau en février 1993; la hausse effective des salaires se situera aux environs de 4%. Dans l'ensemble, la Deutsche Bundesbank souhaiterait pouvoir prendre des décisions au sujet d'un abaissement éventuel des taux d'intérêt sans être soumise à des pressions aussi fortes de la part d'autres banques centrales et hommes politiques.

M. Ciampi déclare que, dans le contexte des trois réalignements récents, il redoute qu'un nouvel ajustement puisse entraîner un effondrement du Système; tout doit être mis en oeuvre pour que cela ne se produise pas. À partir du moment où les parités du Système sont estimées adéquates, il est de la responsabilité de tous les membres du Système de les défendre. Une meilleure cohésion réduira la nécessité d'effectuer des interventions, car si les marchés comprennent que la grille des parités est considérée comme appropriée par l'ensemble des membres qui sont prêts à la défendre, il y aura moins d'attaques contre les monnaies des pays membres. Les interventions effectuées pour défendre la grille des parités par plusieurs pays et pas seulement par un seul sont plus crédibles et réduiront le montant total des interventions nécessaires à la stabilisation du taux de change. Enfin, les modifications des taux d'intérêt à court terme devront être coordonnées. Les hausses dans les pays à monnaie faible doivent s'accompagner de réductions dans les pays à monnaie forte.

M. Verplaetse déclare que le jeu des stabilisateurs automatiques a eu tendance à amplifier le déficit budgétaire en Belgique en 1992; malgré cela Standard and Poors a conféré pour la première fois un AAA au Royaume de Belgique. La politique des revenus a joué un rôle important en Belgique, et il pourrait en être de même en Allemagne. Les interventions obligatoires de la banque centrale belge se sont élevées à 47% de la base monétaire en Belgique. Cela a compliqué la gestion monétaire et s'est traduit en outre par des pertes de change considérables. En évoquant les problèmes du SME, il ne faudrait pas oublier que les pays créanciers rencontrent également des difficultés.

M. Christophersen déclare qu'on ne peut empêcher les membres de discuter des taux d'intérêt, mais convient avec M. Schlesinger qu'il serait faux pour les hommes politiques de se limiter à tirer la conclusion que les taux d'intérêt doivent être abaissés. Ils devront mettre l'accent sur la contribution qu'ils peuvent apporter à la préparation des conditions d'abaissement des taux d'intérêt; cela figure dans le document de la Commission adressé au Chancelier Lamont. Par ailleurs, la réduction des taux d'intérêt est une condition préalable - mais non plus suffisante - de l'accroissement

de l'investissement puisqu'un nombre fort élevé d'entreprises sont soucieuses de réduire leur endettement tandis que les capacités industrielles sont sous-utilisées dans la plupart des pays.

M. Doyle souscrit aux commentaires de M. de Larosière et de M. Ciampi. Si l'on veut qu'un système existe, chaque membre a une responsabilité envers lui. Il a conscience des difficultés que M. Schlesinger rencontre lorsqu'il s'agit de réduire les taux d'intérêt mais estime qu'il devrait être possible de concevoir une plus grande symétrie pour contrer les attaques spéculatives plutôt que de voir un seul pays relever fortement ses taux d'intérêt tandis que d'autres ne peuvent apporter aucune contribution à cet égard. Il devrait y avoir une possibilité de réduire l'incitation à détenir des monnaies fortes pour réaliser des gains spéculatifs à court terme qui soient de nature à soutenir l'action entreprise par les pays à monnaie faible. Il ajoute que cela ne coûterait rien à personne si l'on faisait des déclarations complémentaires concertées pour soutenir les monnaies attaquées en présence de données fondamentales considérées comme saines, en lieu et place des déclarations faites en septembre et en octobre dans un certain nombre de pays, qui ont causé un tort énorme au marché financier irlandais.

M. de Larosière déclare - et il ne l'a pas dit publiquement - que la tâche visant à maintenir l'inflation aussi basse que possible serait facilitée par une diminution des taux d'intérêt allemands. Il s'est félicité de la baisse intervenue en septembre, mais il ne faudrait pas donner l'impression qu'il n'y aura pas de nouvelle réduction pendant longtemps. Sans susciter des attentes temporelles précises, il ne faudrait pas décourager l'espoir qu'avec l'amélioration de l'évolution salariale et compte tenu de l'atonie de l'économie allemande une certaine marge existe pour réduire les taux d'intérêt sans compromettre la stabilité des prix. Il partage l'avis de M. Verplaetse que les politiques salariales jouent un rôle important; les autorités allemandes ne se sont pas suffisamment préoccupées dans le passé de telles évolutions. D'autres faiblesses en Allemagne sont l'orientation de la politique budgétaire et l'ampleur des bonifications du crédit accordées par les autorités fédérales. Ces faiblesses exercent des répercussions directes sur d'autres pays, car l'Allemagne détermine la structure des taux d'intérêt du Système du fait que sa monnaie sert de point d'ancrage. Il ne suffit donc pas de dire que la banque centrale du pays-ancrage doit maintenir des politiques restrictives: il appartient aux autres pays de souligner qu'il y a d'autres éléments de politique économique à prendre en considération dans un tel pays. La monnaie d'un pays dont le dosage des moyens d'action est médiocre peut ne pas être considérée par certains comme un point d'ancrage approprié et l'expérience faite dans d'autres systèmes donne à penser qu'une telle situation sera difficile à maintenir.

En réponse aux derniers commentaires de M. de Larosière, M. Borges déclare que le Sous-Comité de politique monétaire a essayé d'écrire un rapport équilibré. Son intention n'a pas été d'adopter une attitude défavorable à un abaissement des taux d'intérêt; en fait, le rapport a salué la diminution des taux d'intérêt en Allemagne qui s'est produite en septembre et a déclaré que, devant l'accentuation du ralentissement, une détente appropriée des taux d'intérêt devra intervenir. Le problème est plus de savoir si elle doit se produire comme conséquence de la politique à long terme. Le rapport a essayé d'indiquer que la façon la plus efficace de réduire les taux d'intérêt à moyen terme

dans la Communauté consiste à rétablir la crédibilité des taux de change et que cet objectif est probablement incompatible avec une place trop grande accordée à l'abaissement des taux d'intérêt à court terme.

VII. TRAVAUX PRÉPARATOIRES POUR LE PASSAGE À L'ÉTAPE FINALE DE L'UEM

Le Comité prend note du premier rapport du Secrétariat sur l'état d'avancement des travaux préparatoires.

VIII. AUTRES QUESTIONS RELEVANT DE LA COMPÉTENCE DU COMITÉ

1. Échange de personnel entre banques centrales de la Communauté

Le Comité approuve la proposition des chefs du personnel de constituer une provision dans le cadre du programme d'échange du personnel des banques centrales.

2. Recrutement d'un expert en télécommunications

M. Rey rappelle au Comité que la décision sur ce point de l'ordre du jour a été différée jusqu'à ce que le Président du Groupe de travail sur les systèmes d'information ait clarifié le besoin de recrutement d'un expert en télécommunications au Secrétariat. M. Barroux ayant présenté des conclusions convaincantes à cet égard, les Suppléants recommandent que le Comité approuve à présent la proposition du Groupe de travail, proroge de quelques mois l'accord en vigueur pour le coordinateur Cebamail et demande au Secrétariat de prendre les mesures nécessaires pour pourvoir à ce poste au Secrétariat.

Le Comité approuve la recommandation des Suppléants.

3. Prochain rapport annuel du Comité des Gouverneurs

M. Rey déclare que les Suppléants ont eu une brève discussion sur le contenu du prochain rapport annuel ainsi que sur les questions techniques et financières relatives à son élaboration et à sa diffusion. En ce qui concerne ce dernier point, les Suppléants sont d'accord avec le Secrétariat pour estimer que si l'on s'écarte sensiblement de l'approche adoptée l'an passé, un certain nombre de difficultés techniques sérieuses se poseront, le coût sera plus élevé et le rapport risque de ne pas être terminé et diffusé dans les délais requis. Mis à part l'aspect plus pratique selon lequel le rapport de cette année sera le dernier préparé sous les auspices du Comité des Gouverneurs, de nombreux arguments militent donc en faveur de la reconduction de la procédure établie pour le rapport de l'an passé, c'est-à-dire traduction par les banques centrales respectives dans les huit langues officielles de la Communauté autres que l'anglais et même présentation que l'an passé, avec une élaboration

centralisée organisée et suivie par le Secrétariat. Si cette approche est retenue par les Gouverneurs, il y aura cependant la possibilité d'améliorer la coordination du travail de traduction réalisé par les diverses banques centrales et d'envisager un partage plus équitable des coûts de traduction entre les banques centrales. Les Suppléants examineront si ces coûts doivent être déterminés sur la base du tarif actuel de la BRI (FS 175 par page) ou si une formule différente doit être adoptée.

Le Comité approuve la recommandation des Suppléants.

4. Liaison entre le Groupe de travail sur les systèmes de paiement de la CEE et le Comité européen de normalisation bancaire, créé sous l'égide des trois fédérations bancaires européennes

M. Rey déclare que les Suppléants souscrivent à la proposition de M. Padoa-Schioppa exposée dans sa lettre au Président du Comité des Gouverneurs en date du 1er décembre 1992. Les Suppléants estiment cependant que l'activité du Comité européen de normalisation bancaire doit présenter de l'intérêt pour d'autres groupes de travail. Ils proposent en conséquence de centraliser auprès du Secrétariat les relations avec le Comité plutôt que de choisir une personne parmi les banques centrales de la CEE.

Le Comité approuve la recommandation des Suppléants.

5. Présentation du premier rapport annuel du Comité des Gouverneurs à la séance plénière du Parlement européen

Le Président déclare qu'il a été invité à présenter le premier rapport du Comité à la séance plénière du Parlement européen le 15 décembre 1992.

IX. DATE ET LIEU DE LA PROCHAINE SÉANCE

La prochaine séance du Comité des Gouverneurs se tiendra à Bâle, le mardi 12 janvier 1993.

PROCÈS-VERBAL
271ème SÉANCE DU COMITÉ DES GOUVERNEURS

le 8 décembre 1992

Sont présents:

Président	M. Hoffmeyer
Banque Nationale de Belgique	M. Verplaetse M. Rey ¹ M. Michielsen
Danmarks Nationalbank	Mme Andersen M. Hansen
Deutsche Bundesbank	M. Schlesinger M. Tietmeyer M. Rieke
Banque de Grèce	M. Christodoulou M. Papademos M. Karamouzis
Banco de España	M. Rojo M. Linde M. Durán
Banque de France	M. de Larosière M. Robert M. Redouin
Central Bank of Ireland	M. Doyle M. Coffey M. Reynolds
Banca d'Italia	M. Ciampi M. Dini M. Santini
Institut Monétaire Luxembourgeois	M. Jaans
Nederlandsche Bank	M. Duisenberg M. Szász M. Bakker
Banco de Portugal	M. Beleza M. Borges ² M. Bento
Bank of England	M. Leigh-Pemberton M. Crockett M. Foot
Commission des Communautés européennes	M. Christophersen M. Pons
Président du Sous-Comité de contrôle bancaire	M. Quinn
Président du Sous-Comité de politique des changes	M. Saccomanni
Secrétariat du Comité des Gouverneurs	M. Baer M. Scheller M. Viñals

1 Président du Comité des Suppléants.

2 Président du Sous-Comité de politique monétaire.