

PROCES-VERBAL*
DE LA 225^e SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS
DES BANQUES CENTRALES DES ETATS MEMBRES
DE LA COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE
TENUE A BALE, LE MARDI 10 MAI 1988 A 10 HEURES

Sont présents: le Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique et Président du Comité, M. Godeaux, accompagné par MM. Janson, Rey et Michielsen; le Gouverneur de la Danmarks Nationalbank, M. Hoffmeyer, accompagné par M. Mikkelsen; le Président de la Deutsche Bundesbank, M. Pöhl, accompagné par MM. Gleske et Rieke; le Gouverneur de la Banque de Grèce, M. Chalikias, accompagné par MM. Papademos et Karamouzis, le Gouverneur du Banco de España, M. Rubio, accompagné par MM. Linde et Durán; le Gouverneur de la Banque de France, M. de Larosière, accompagné par MM. Waitzenegger et Cappanera; le Gouverneur de la Central Bank of Ireland, M. Doyle, accompagné par MM. O'Grady Walshe et Reynolds; le Gouverneur de la Banca d'Italia, M. Ciampi, accompagné par MM. Dini et Maserà; 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 M. Pego Marques; le Gouverneur de la Bank of England, M. Leigh-Pemberton, accompagné par MM. Loehnis et Price; le Directeur Général des Affaires économiques et financières de la Commission des Communautés européennes, M. Costa, accompagné par M. Louw; M. Kees, Secrétaire du Comité monétaire; le Directeur Général de l'Institut monétaire luxembourgeois, M. Jaans. Assistent en outre MM. Raymond et Dalgaard, Présidents de groupes d'experts. Le Secrétaire Général du Comité, M. Morelli, et son Adjoint, M. Bascoul, et MM. Scheller et Cook sont aussi présents, ainsi que MM. Bockelmann et Dagassan.

Le Président ouvre la séance en proposant de traiter en même temps le point II et le point V de l'ordre du jour étant donné les liens existant entre les matières couvertes.

* Texte définitif, approuvé lors de la séance du 13 juin 1988, et comportant par rapport au projet quelques modifications de caractère rédactionnel.

I. Approbation du procès-verbal de la 224e séance

Le Comité approuve à l'unanimité le procès-verbal de la 224e séance, étant entendu que les amendements de caractère rédactionnel qui ont été proposés seront incorporés dans le texte définitif.

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

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

V. Examen des politiques monétaires en vigueur dans les pays membres de la CEE sur la base du Rapport No 32 du groupe d'experts présidé par M. Raymond

Adoption d'un mandat pour le "Groupe Raymond" concernant l'amélioration de la coordination des politiques monétaires entre les pays membres de la CEE

A. Exposé de M. Dalgaard

Le dollar a continué d'évoluer dans une bande étroite qui, de novembre 1987 à début mai 1988, a été DM 1,65 à 1,70 pour 1 dollar. Le dollar a connu, mi-avril, un bref déclin à la suite de la publication des chiffres du commerce extérieur américain, qui a été rapidement arrêté par les interventions concertées assez importantes qui ont été effectuées par plusieurs banques centrales. La stabilité du dollar a été aidée par deux facteurs: la perception par les marchés que les banques centrales ne laisseront pas le dollar baisser beaucoup plus et l'augmentation des taux d'intérêt à court et à long terme aux Etats-Unis. Cette tendance à la hausse s'est propagée à certains pays, en particulier la France et l'Allemagne, au moins en ce qui concerne les taux d'intérêt à long terme. Il n'est toujours pas exclu que le dollar baisse encore plus tard, par exemple si l'inflation devait reprendre aux Etats-Unis, si le commerce extérieur américain enregistrait de nouveaux chiffres défavorables, ou si la "Federal" paraissait hésitante dans la politique à suivre, notamment pour accepter des taux d'intérêt plus élevés.

Le yen a continué de s'apprécier aussi vis-à-vis des monnaies européennes et il a retrouvé à peu près son niveau de l'été 1986 à l'égard du deutsche mark.

Au sein du SME, quelques mouvements se sont produits dans les positions relatives des monnaies et quelques interventions ont eu lieu. Mais, au total, la situation a été calme, surtout si l'on tient compte du contexte électoral dans deux pays, la France et le Danemark. En fait, les élections françaises semblent avoir eu plus d'influence sur la lire italienne que sur le franc français. Ce dernier n'a pas subi de tensions. Les autorités ont laissé glisser le cours mais très légèrement, il n'y a pas eu d'interventions et les taux d'intérêt n'ont pas été modifiés.

La lire italienne s'est affaiblie depuis la mi-avril et d'importantes interventions ont été faites sur le marché. Les sorties de capitaux substantielles ont représenté dans une large mesure le renversement des entrées intervenues à la suite des restrictions de change qui avaient été réintroduites en 1987, les banques italiennes réduisant de la sorte les risques de change qu'elles avaient pris.

Les tensions politiques au Danemark, mi-avril, ont entraîné un certain affaiblissement de la couronne danoise et un certain durcissement des taux d'intérêt du marché, mais l'annonce d'élections et la campagne électorale n'ont pas eu d'effets sur le cours de change.

Les autres monnaies du SME sont restées stables. Au total, l'expérience en avril et début mai a été satisfaisante et a montré que l'utilisation souple des différents instruments peut être fort efficace; en particulier, il semble que même des mouvements de cours de change modestes à l'intérieur de la bande ont un effet de stabilisation important. Ces bons résultats ont été possibles parce que le marché ne s'attend pas à un réalignement dans un proche avenir et escompte que, même s'il y avait un réalignement plus tard, il serait faible et laisserait probablement les cours du marché à peu près inchangés. Dans ce contexte, le marché tend à se concentrer sur des petites variations des différentiels de taux d'intérêt. Dans les trois pays déjà mentionnés, à savoir le Danemark, la France et l'Italie, les entrées de capitaux de non-résidents ont continué jusqu'au moment des élections, profitant des taux d'intérêt élevés.

Aux Pays-Bas, on a annoncé l'introduction d'un système de réserves obligatoires dont le but n'est pas de resserrer la politique monétaire mais de permettre à la Nederlandsche Bank de maintenir son influence sur les taux d'intérêt à court terme.

En dehors du mécanisme de change du SME, deux monnaies méritent d'être mentionnées. La livre sterling est restée vigoureuse; la pression s'est un peu atténuée quand les prix du pétrole ont baissé et les taux d'intérêt ont augmenté dans certains pays mais récemment la livre s'est de

nouveau raffermie. Il est prévu toutefois qu'elle s'affaiblisse à plus long terme. La peseta espagnole s'est à nouveau appréciée et le Banco de España a procédé à des achats importants. L'augmentation de l'indice des prix à la consommation de 0,7% en mars, soit beaucoup plus que prévu, a entraîné une hausse des taux d'intérêt du marché, ce qui s'est traduit par de nouvelles entrées de capitaux et un affermissement du cours de change.

Le groupe "Surveillance" a discuté aussi la question du choix des monnaies d'interventions sur la base de la situation d'avril où il y a eu simultanément des ventes importantes de deutsche marks par la Banca d'Italia et des achats substantiels de cette monnaie par le Banco de España. Cette situation n'a pas donné lieu à de véritables problèmes mais le groupe est d'accord pour dire qu'à l'avenir les politiques d'intervention devraient être mieux coordonnées et qu'une coopération plus étroite devrait avoir lieu entre les banques centrales intéressées.

B. Exposé de M. Raymond

La conjoncture évolue sans doute plus favorablement qu'on ne l'escomptait mais les marchés financiers et de change ne sont pas pour autant à l'abri de nouvelles perturbations.

La Communauté européenne, quant à elle, rencontre quelques difficultés qui lui sont propres.

Elle apparaît en premier lieu comme une zone de moindre croissance dans l'ensemble couvert par l'OCDE. Elle devrait malheureusement le demeurer. Elle pourrait souffrir d'une agressivité accrue de l'Extrême-Orient et d'une meilleure compétitivité américaine. Certains pays de la CEE, où la croissance de la demande intérieure a été trop rapide, doivent maintenant la modérer. Dans les pays liés par le mécanisme de change à marge étroite, les prévisions n'annoncent pas une accélération globale. Cela se comprend pour ceux d'entre eux qui ont des difficultés de balance des paiements. Il en va différemment en Allemagne fédérale, où les autorités estiment avoir maintenant peu de marge de manoeuvre pour relâcher la politique monétaire ou accentuer l'impulsion fiscale. Cette position, exprimée dans le groupe par les représentants de la Deutsche Bundesbank, a suscité des appréciations diversifiées.

En second lieu, la Communauté européenne souffre toujours de défauts de convergence entre certaines données économiques fondamentales.

La convergence s'améliore en matière de prix par une légère remontée de la hausse des prix dans les pays qui étaient proches de l'inflation 0 et

une poursuite du recul dans les pays à inflation élevée. En revanche, certains pays proches de 4% n'envisagent pas d'améliorer leur score, ce qui - par exemple - devrait laisser perdurer un écart de plusieurs points avec l'Allemagne, d'où des problèmes éventuels de relation de change avec le DM.

Dans le domaine des paiements courants, la réduction de l'excédent allemand se poursuit en volume mais ce gain (en termes d'ajustement) est masqué par l'évolution des termes de l'échange. On peut craindre que le surplus en valeur ne diminue que très lentement dans les années à venir et qu'en outre la détérioration globale du compte courant de la Communauté, déjà mentionné indirectement à propos des concurrents d'Asie et d'Amérique, ne pénalise autant les pays déjà déficitaires que l'Allemagne.

Que pourrait-on envisager pour réduire ces divergences qui, à terme, pourraient menacer la stabilité des parités? Un premier instrument est la politique monétaire. Le chapitre II en évalue l'état actuel. Ni les résultats ni le degré de contrainte exercé sur l'économie réelle ne paraissent avoir beaucoup changé depuis six mois. Les agrégats monétaires, généralement les plus larges, progressent plus rapidement que prévu ou que souhaité. C'est pour une part l'effet d'une préférence des agents économiques pour les actifs rémunérés à des taux d'intérêt de marché à court terme, dans une période d'incertitude sur l'avenir des taux à long terme qui paraissent se tendre. C'est pour une autre part le résultat d'une accélération, plus ou moins marquée et plus ou moins récente selon les pays, du crédit interne.

La politique monétaire est considérée comme relativement accommodante en Allemagne où les agrégats monétaires, même les plus étroits, ont augmenté rapidement pendant maintenant plus de deux ans. Des conflits entre les objectifs externes et internes se sont manifestés au Royaume-uni et en Espagne où il a fallu abaisser les taux à court terme, en dépit d'une surchauffe interne, en raison de l'accroissement des réserves de change.

L'expansion monétaire actuelle n'est pas considérée comme une menace pour la crédibilité des politiques monétaires, au moins dans l'immédiat. Elle invite cependant à une certaine prudence pour l'avenir comme le groupe l'a signalé dans ses rapports précédents.

Les représentants allemands considèrent qu'ils ont désormais presque épuisé leur marge de manoeuvre, en raison tant de la liquidité accumulée dans l'économie que du bas chiffre atteint pour les taux d'intérêt nominaux. Certains autres membres du groupe ont estimé que les autorités allemandes pourraient se permettre de se montrer flexibles.

Dans les pays dont les paiements courants se dégradent, l'idée a souvent été émise qu'un relèvement supplémentaire de taux d'intérêt déjà élevés nuirait à la croissance déjà faible en Europe.

Ces discussions montrent qu'il y a peu d'espoir de voir procéder à froid à d'amples réaménagements des politiques monétaires en vue de resserrer la convergence des résultats économiques. Le même constat peut être fait à propos des politiques fiscales, encore que là certains pays conservent une situation qui devrait être corrigée, parce que le déficit ou la dette publique y demeurent élevés. L'Allemagne pour sa part pense avoir fait un pas en 1987 dans un sens favorable à l'ajustement international mais n'estime pas pouvoir aller plus vite spécialement en 1989, ce qui est contesté par certains.

Les membres du groupe considèrent pourtant comme dangereux de créer une situation dans laquelle la résolution des divergences et des tensions sur le marché des changes reposerait exclusivement sur l'instrument monétaire. Ils ont aussi demandé qu'on ne néglige pas les réformes de structure propres à améliorer l'efficacité globale des économies européennes.

C. Exposé de M. Janson

1. Les Suppléants ont pris en considération, en même temps:
 - le rapport oral présenté par M. Dalgaard, qui est centré essentiellement autour de la situation présente des marchés des changes;
 - le Rapport No 32 du "Groupe Raymond" qui se situe dans une perspective à plus long terme et traite surtout des questions plus fondamentales.

Les Suppléants ont noté avec satisfaction que la situation actuelle des marchés des changes, tant à l'intérieur du SME que sur le plan mondial, se caractérise par l'absence de tensions majeures mais ils sont préoccupés par certains développements qui pourraient entraîner des perturbations dans l'avenir.

2. En ce qui concerne la situation actuelle, les Suppléants ont mis en relief:
 - l'effet psychologique des interventions coordonnées effectuées sur une large échelle, au moment où le dollar EU a subi un accès de faiblesse, sous l'impact de publications de résultats moins satisfaisants en matière de balance des paiements courants; les Suppléants estiment nécessaire de chercher à préserver, autant que possible, cet effet psychologique;

- le fait qu'à l'intérieur du SME, la période électorale s'est déroulée sans tensions majeures; cette bonne performance est à attribuer non seulement à la flexibilité des taux d'intérêt mais également à des résultats favorables en matière de convergence, notamment en ce qui concerne les rapports entre l'Allemagne et la France;
- enfin, il a été souligné la nécessité de consultations étroites et fréquentes sur le choix des monnaies d'intervention en particulier parmi les banques centrales signataires de l'Accord sur le SME.

3. En ce qui concerne les perspectives à plus long terme, deux problèmes ont retenu l'attention des Suppléants:

- la hausse des taux d'intérêt à long terme qui, jusqu'à présent, a été plus marquée aux Etats-Unis qu'en Europe et a eu pour effet d'élargir les différentiels de taux d'intérêt à long terme;
- l'incapacité de l'Europe d'assurer une croissance économique plus forte et de réaliser un degré plus élevé de convergence entre ses membres, qui risque de susciter des tensions au niveau international et au sein de l'Europe (c'est la thèse principale du Rapport No 32 et M. Raymond vient de le rappeler).

Etant donné le rôle que la politique économique poursuivie par l'Allemagne joue dans ce contexte, les Suppléants ont jugé essentiel d'avoir l'opinion du représentant allemand. M. Gleske a fait un exposé intéressant. Les Suppléants ont constaté avec satisfaction qu'à l'heure actuelle la Bundesbank n'a pas l'intention de changer l'orientation de sa politique monétaire et qu'elle ne considère pas le rythme d'accroissement des agrégats monétaires comme un facteur qui est en lui-même susceptible de mettre en péril la stabilité des prix. Toutefois, le représentant de la Bundesbank a fait remarquer que la forte expansion monétaire doit être étroitement surveillée, dans la mesure où les impulsions qui viennent de l'économie réelle traduisent un certain infléchissement du climat en matière de stabilité des prix.

Les Suppléants ont noté par ailleurs que, toujours selon l'avis des autorités allemandes, le faible taux de croissance en Allemagne a pour origine des facteurs démographiques et structurels. De ce fait, une politique de stimulation de la demande interne ne serait pas susceptible de porter remède à ce problème. En ce qui concerne la politique monétaire, une action des autorités tendant à provoquer une baisse des taux à court terme se

révélerait contre-productive du fait qu'elle entraînerait, par le biais des anticipations inflationnistes, une augmentation du taux d'intérêt sur le marché financier à long terme.

A l'inverse, on a noté qu'un resserrement de la politique monétaire pourrait être contre-productif. En effet, une hausse des taux d'intérêt contribuerait à des afflux de capitaux (ou à une diminution des sorties de capitaux) et, partant, aboutirait à un accroissement des liquidités. En même temps, la hausse des taux d'intérêt se répercuterait partout en Europe. Ces effets ne pourraient être évités qu'au prix de variations plus fortes des taux de change, aussi bien dans le SME que sur le plan international. Or, une plus grande flexibilité des taux de change ne serait pas dans l'intérêt des pays européens; elle ne serait pas à même de contribuer à un degré de convergence plus élevé et aurait des conséquences néfastes pour la gestion du SME.

D. Discussion du Comité

M. Duisenberg présente quelques explications sur l'introduction d'un système de réserves obligatoires aux Pays-Bas. Jusqu'ici, les taux d'intérêt officiels et d'avances aux banques et les restrictions de crédit quantitatives ont été les deux instruments utilisés par la Nederlandsche Bank mais celle-ci veut aussi pouvoir influencer la courbe des rendements dans le compartiment long terme. A cette fin, un accord a été passé avec le gouvernement et la banque centrale pourra faire des opérations d'open-market dans le compartiment long terme; dans une première étape, elle se constituera, pendant une période de 18 à 24 mois, un portefeuille de bons d'Etat d'environ Fl 3 milliards. Etant donné qu'il n'est pas question de financer le déficit budgétaire, l'encours des titres du Trésor à court terme que les banques détiennent sera réduit simultanément d'un montant comparable. Il en résultera une augmentation de la liquidité des banques et, en accord avec celles-ci, cette liquidité supplémentaire sera gelée au moyen des réserves obligatoires pendant la période de transition. Lorsque le portefeuille de titres d'Etat aura été constitué, la Nederlandsche Bank pourra mieux influencer les taux d'intérêt du marché des capitaux à long terme.

M. Pöhl se félicite que la question des interventions et de leur coordination ait été discutée par le groupe "Surveillance"; cela entre précisément dans sa mission et il appartient aux banques centrales de coordonner leurs efforts pour stabiliser les taux de change à l'intérieur du SME et aussi à l'égard du dollar. Au sein du SME, il existe des règles claires

de procédure de coordination, règles écrites fixées dans l'accord constitutif du système et dans l'Accord de Bâle-Nyborg de septembre 1987. Ces règles stipulent que, pour les interventions en monnaies du SME, à l'achat et à la vente, l'accord de la banque centrale émettrice de la monnaie utilisée est requis. Ces règles sont fondamentales et il convient qu'elles soient respectées par tous les participants à la Communauté, ceux qui appartiennent au mécanisme de change et les autres.

Les remarques présentées par MM. Raymond et Janson, notamment sur le manque de convergence dans la Communauté, méritent d'être examinées davantage. C'est vrai qu'il existe un manque de convergence en matière de balances des paiements courants, les déséquilibres ont même légèrement augmenté du fait en particulier de la baisse des prix du pétrole et du gaz naturel. Il faut considérer aussi l'évolution de la demande interne et les pressions inflationnistes et se concentrer sur les comptes courants et pas sur le commerce extérieur, car ceux-là incluent les transferts intra-CEE et le tourisme qui sont des éléments très importants. On peut se demander si, comme cela a été indiqué, les déséquilibres substantiels existant menacent la stabilité du mécanisme de change. Cela est peut-être vrai à long terme mais à court terme on observe qu'il n'y a pas de tensions malgré ces déséquilibres externes et le contexte électoral. Il serait toutefois intéressant de mieux étudier les raisons de ce calme. Les déséquilibres n'entraînent pas de tensions et de problèmes aussi longtemps qu'ils sont compensés par des mouvements de capitaux. Ces derniers ne devraient pas simplement représenter des prêts ou emprunts mais surtout des investissements directs et les pays déficitaires devraient améliorer les conditions pour de tels investissements chez eux.

On peut aussi se demander s'il faut réduire les déséquilibres externes et quelles seraient les meilleures mesures pour y parvenir. La modification du cours de change est un moyen mais pour d'excellentes raisons il est plus ou moins exclu à l'heure actuelle, et en outre de petites modifications n'ont pas d'effet sur la balance courante. Il n'en demeure pas moins que le cours de change reste un moyen correct et classique pour corriger les déséquilibres externes. L'autre méthode, qui consiste à agir dans les domaines de la politique économique générale et de la politique budgétaire, ne relève pas des Gouverneurs. Ces derniers doivent dire clairement que le but principal de la politique monétaire n'est pas de rattraper les erreurs de la politique budgétaire mais de maintenir la stabilité des prix. A cet égard, la politique monétaire allemande est plutôt expansionniste si l'on regarde les agrégats monétaires et le niveau bas des taux d'intérêt. S'il

n'existe donc pas de marge de manoeuvre, il n'est pas prévu, pour l'instant, de changer cette attitude accommodante.

Le Président observe que les Gouverneurs ont souligné à plusieurs reprises la nécessité de mieux coordonner les interventions et que les moyens de communication existent pour y parvenir. On peut donc se demander sous quelle forme, dans quelle enceinte, une meilleure coordination pourrait être réalisée concrètement.

M. Rubio indique que l'Espagne ne participe pas au mécanisme de change et n'a donc pas les mêmes obligations légales; néanmoins, elle informe ses partenaires de ses interventions et elle a évité d'acheter des deutsche marks dans les périodes de tension ou de pression. Par ailleurs, il y a des cas où il faut intervenir très vite et il n'est pas possible d'informer à l'avance ou de procéder à une consultation préalable. Ces problèmes devraient être discutés dans un cadre plus général. Ainsi, le problème des interventions est lié à celui de la composition des réserves. L'Espagne a justement beaucoup de dollars par rapport à la dimension de son économie et elle ne souhaite pas en avoir davantage. Le Banco de España est donc prêt à discuter toutes ces questions, notamment l'aspect composition des réserves qui n'a jamais été évoquée jusqu'à présent, prêt à présenter son dossier et à écouter les autres.

M. Tavares Moreira commente quelques remarques propres au Portugal contenues dans le Rapport No 32. Celui-ci indique, par exemple, que la décélération de l'expansion des agrégats monétaires a été inférieure au programme établi. En fait, la décélération a été conforme à ce dernier en liaison avec différents facteurs, tels que les entrées de capitaux, l'endettement du gouvernement et le reclassement de certains dépôts bancaires détenus par des non-résidents émigrés du Portugal. Il est vrai que, dans l'environnement inflationniste existant, le manque de souplesse des instruments de la politique monétaire n'a pas permis de réduire davantage l'expansion monétaire, mais la banque centrale devrait être dotée bientôt d'instruments plus souples. En ce qui concerne le compte courant portugais, la mention d'une détérioration importante en 1988 doit être corrigée du fait qu'il est prévu que le compte courant restera néanmoins excédentaire, pour environ 600 millions de dollars.

M. Duisenberg se demande s'il n'y a pas un malentendu de la part de M. Rubio en ce qui concerne les interventions. En effet, l'article 15 de l'Accord sur le SME stipule bien que les interventions en monnaies communautaires ne peuvent se faire qu'avec le consentement de la banque centrale émettrice et cette règle lie tous les signataires de l'Accord et pas seulement les participants au mécanisme de change.

M. de Larosière note qu'en plus de l'aspect juridique que M. Duisenberg vient d'évoquer il y a un aspect plus général. En effet, il serait très dangereux pour l'équilibre du SME que des banques centrales européennes interviennent individuellement en une monnaie de leur choix pour les montants qui leur conviennent avec l'intention de modifier la composition de leurs réserves. Une telle politique aurait des répercussions très perturbatrices sur les membres du mécanisme de change qui sont obligés de maintenir constamment des rapports très étroits entre leurs taux de change et par exemple avec celui du deutsche mark. Il y a donc là un réel problème qui a été évoqué il y a quelque temps, dans d'autres circonstances, avec les partenaires anglais.

M. Pöhl poursuit les remarques présentées par MM. Duisenberg et de Larosière et rappelle que l'Accord sur le SME du 13 mars 1979 est d'application générale, ce qui signifie que tous les signataires doivent le respecter et pas simplement les membres du mécanisme de change. En outre, les Gouverneurs ont toujours été d'accord sur le principe que les interventions doivent être coordonnées. A cette fin, un réseau téléphonique est en place et 4 concertations ont lieu chaque jour. Tout cela a très bien fonctionné et dans ce cadre plusieurs banques centrales, comme par exemple la Banque de France, ont accumulé des avoirs considérables en deutsche marks en consultation et en définitive avec le consentement de la Deutsche Bundesbank. Une telle règle est fondamentale pour le SME, mais aussi pour la coopération dans le G7. En effet, on ne peut pas s'attendre à ce qu'une banque centrale achète des dollars alors que d'autres achètent des deutsche marks.

M. Rubio manifeste sa surprise et son désaccord au regard de l'intervention de M. Duisenberg et de son interprétation de l'Article 15 de l'Accord sur le SME du 13 mars 1979. Il exprime la conviction que le Banco de España a respecté ses engagements légaux émanant de cet Accord, en fournissant les informations requises dans le cadre du système de concertation sur ses opérations car, à son avis, aucune autre obligation légale ne peut découler de l'Accord pour le Banco de España qui n'est pas soumis à la discipline des taux de change. Il ajoute qu'en tout cas il ne croit pas que l'aspect le plus important soit l'aspect légal, mais au contraire l'aspect économique, et il rappelle dans ce sens que le Banco de España a fortement soutenu le dollar américain en 1987 et au cours des premiers mois de 1988 en absorbant une proportion très considérable des dollars accumulés par les banques centrales de la CEE. Il indique également que le Banco de España est prêt à collaborer avec les autres banques

centrales de la CEE dans des moments de crise et à discuter les problèmes relatifs aux monnaies d'intervention et à la composition des réserves si l'on désire étudier cette question dans son ensemble.

M. Hoffmeyer rappelle que le réseau téléphonique concertation a été créé au début des années 1970 au sein de la CEE en vue précisément de rendre possible la coopération entre les partenaires; ce n'est que plus tard que d'autres pays, notamment les Etats-Unis et le Japon, ont été raccordés. La consultation avant de faire des interventions est un principe permanent qui a toujours été suivi.

Dans le Rapport No 32 des experts, la question de la stabilité du SME qui est posée soulève deux aspects principaux, à savoir l'évolution de la capacité concurrentielle des pays européens et celle des balances des paiements, en particulier l'excédent externe allemand. S'agissant de la compétitivité, les résultats et les conclusions que l'on peut tirer varient selon les critères retenus, le taux d'inflation, le déflateur du produit intérieur brut ou les coûts unitaires. Malgré des difficultés techniques, il pourrait être intéressant de prendre les coûts horaires de la main-d'oeuvre et, avec ce critère, les conclusions pourraient être moins négatives que celles du Rapport No 32. L'excédent externe allemand reste préoccupant. La croissance économique sera certes plus vive en 1988 que prévu, peut-être jusqu'à 3%, et cela pourrait expliquer l'expansion des exportations industrielles du Danemark vers l'Allemagne. Toutefois, deux remarques sont à faire. En premier lieu, l'Etat du Schleswig-Holstein, proche du Danemark, est une zone déprimée, à taux de chômage élevé, où il est donc assez difficile d'exporter. En second lieu, les prévisions concernant la croissance et l'excédent courant en Allemagne pour 1989 sont plutôt pessimistes et risquent d'appeler un ajustement des taux de change.

Le Président se réfère aux remarques de M. Pöhl sur les déséquilibres à l'intérieur de l'Europe à l'égard de l'Allemagne et sur les remèdes possibles. Les pays européens ne semblent pas très performants sur le marché allemand car la progression de leurs exportations est plus faible que celle des pays hors CEE. Une solution théorique ou de manuel d'économie politique consistant à ajuster les taux de change a été évoquée mais il faut voir qu'en matière de compétitivité il y a d'autres facteurs que celui des prix. Le cas de la Belgique est significatif à cet égard: sa monnaie s'est appréciée vis-à-vis du franc français et dépréciée par rapport au deutsche mark et au florin néerlandais; or les exportations belges se développent mieux en France qu'en Allemagne et aux Pays-Bas. Il apparaît donc que la modification des parités n'est pas le seul moyen et certainement pas le plus important pour corriger les déséquilibres externes.

M. de Larosière fait observer que ce développement différencié des exportations belges tient au fait que l'expansion de la demande interne est plus forte en France qu'en Allemagne.

M. Pöhl reconnaît que les cinq instituts de recherches allemands prévoient pour 1989 un ralentissement de la croissance économique en Allemagne lié en partie à l'alourdissement de la fiscalité qui a été annoncé. Il s'agit là toutefois d'un domaine qui relève des Ministres des Finances. De même, il pourrait être souhaitable de dire à ces derniers que les déséquilibres existant ne peuvent pas être corrigés ni par des modifications des taux de change - que les Gouverneurs estiment inappropriées dans les circonstances actuelles - ni par les politiques monétaires. D'autres moyens doivent être mis en oeuvre par les gouvernements.

Le Président rappelle que les Gouverneurs doivent adopter un mandat pour le groupe d'experts présidé par M. Raymond sur l'amélioration de la coordination des politiques monétaires et que les Suppléants ont examiné cette question et ont proposé un projet daté du 9 mai 1988.

M. Janson indique que les Suppléants ont examiné en fait trois projets proposés par diverses banques centrales et ont essayé d'en faire une synthèse. Celle-ci est présentée dans le projet daté du 9 mai 1988; les 4 premiers points recouvrent un consensus mais le point 5 n'a pas fait l'objet d'un accord et trois variantes sont soumises aux Gouverneurs: la première représente plutôt la thèse de la Banque de France et de la Banca d'Italia, la deuxième est extraite des suggestions de la Bank of England et la troisième est un essai de compromis de la Présidence.

M. Leigh-Pemberton apprécie que le projet avancé par les Suppléants contienne, au point 5, la deuxième variante, mais il peut accepter la troisième variante qui exprime clairement ce que le "Groupe Raymond" devra faire; il suggère en outre quelques petites améliorations rédactionnelles pour la version anglaise du mandat.

M. de Larosière indique qu'il peut se rallier à M. Leigh-Pemberton et donc à la troisième variante pour le point 5; il propose toutefois de supprimer le terme "émergence", vraiment très vague et de dire en français "pour faciliter la discussion des politiques monétaires envisagées en vue de développer une approche coordonnée".

M. Ciampi précise que sa préférence allait à la variante 1 du point 5 mais qu'il peut se rallier à la variante 3; il suggère en outre de remplacer en anglais le terme "fostering" par un mot un peu plus dynamique comme "developing".

Le Président constate que le Comité est d'accord pour adopter le mandat destiné au "Groupe Raymond" en retenant la variante 3 pour le point 5 et les amendements rédactionnels suggérés par MM. Leigh-Pemberton, de Larosière et Ciampi. (Voir Annexe 2, version définitive du mandat.)

En réponse à une question du Président, M. Raymond indique que le mandat qui vient d'être adopté par le Comité lui semble approprié pour les travaux du groupe d'experts. Celui-ci a déjà quelque peu anticipé les souhaits des Gouverneurs en présentant dans le Rapport No 32 des indications sur la position relative de l'Europe vis-à-vis du reste du monde et en consacrant d'assez longs développements à la convergence. Le mandat ne peut donc que renforcer la volonté des experts pour continuer dans cette voie. Il serait toutefois souhaitable que les Gouverneurs indiquent à leurs experts qu'ils sont libres de discuter les sujets et ne participent pas aux travaux pour seulement se faire l'avocat des politiques menées dans leurs pays.

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 d'avril et des premiers jours de mai 1988

Le Président constate que le Comité approuve le "rapport concertation", qui sera transmis aux Ministres des Finances des pays de la CEE selon la procédure habituelle.

IV. Poursuite de l'échange de vues sur la construction monétaire européenne sur la base du projet de rapport du Président des Suppléants et de la discussion que ces derniers auront le 9 mai

Le Président rappelle que le Président Stoltenberg a diffusé l'ordre du jour de la prochaine réunion informelle du Conseil ECOFIN du 14 mai 1988 à Travemünde, dans lequel il est prévu un bref rapport oral du Président du Comité des Gouverneurs sur la coopération monétaire européenne. C'est avec cet objectif très proche en vue que les Suppléants ont travaillé lors de leur réunion lundi et que les Gouverneurs devraient engager une discussion.

A. Exposé de M. Janson

M. Janson indique, tout d'abord, qu'il avait transmis aux Suppléants un second document de travail qui avait et qui a encore pour vocation de faire le point et de rappeler les domaines qui avaient déjà fait l'objet d'échanges de vues en avril tant au niveau des Suppléants qu'à celui des Gouverneurs. Il ne s'agit donc pas d'un texte à approuver en vue d'en faire un rapport du Président du Comité. Il est clair, toutefois, que celui-ci devra faire un rapport succinct aux Ministres; sur la base des délibérations qui ont eu lieu jusqu'à présent ce rapport pourrait être structuré en s'inspirant des grandes lignes ci-après, étant entendu que les remarques que les Gouverneurs pourront faire aujourd'hui devraient aussi être prises en considération.

"1. Les Gouverneurs ont procédé à un premier échange de vues au sujet des réflexions contenues dans les mémorandums soumis à leur attention.

2. Il s'agit de questions fondamentales qui se rapportent à la fois au fonctionnement actuel du Système monétaire européen et à l'avenir de la construction monétaire européenne. L'examen de ces questions requiert une préparation substantielle et donc les observations des Gouverneurs se limitent à ce stade plutôt à la procédure à suivre pour entreprendre cet examen.

3. Les Gouverneurs constatent qu'un grand nombre des questions posées se rapportent à des domaines qui relèvent spécifiquement de leur compétence.

Ils notent que certains aspects du renforcement souhaité du Système monétaire européen ont déjà fait l'objet de décisions de leur part, dans le contexte des Accords de Bâle-Nyborg; par ailleurs, les Gouverneurs ont pris les dispositions nécessaires pour approfondir l'examen d'autres aspects, liés à la libération complète des mouvements de capitaux, en particulier la recherche des améliorations à apporter à la coordination des politiques monétaires. (C'est ce qu'ils viennent de faire en donnant le mandat au "groupe Raymond".)

4. Les Gouverneurs ont l'intention de se pencher sur les autres aspects des propositions formulées, dans la mesure où elles relèvent de leurs attributions. Il leur paraît souhaitable que, tant pour le renforcement du système que pour la réflexion prospective au sujet de la construction monétaire européenne, les travaux nécessaires soient menés au sein des

institutions communautaires compétentes, où tous les Etats membres et toutes les banques centrales concernés sont représentés.

5. Les Gouverneurs s'accordent sur l'esprit dans lequel les travaux doivent être conduits:

- nécessité de consolider l'acquis du Système monétaire européen, en matière de stabilité interne et externe, et de bâtir sur ces fondations les progrès futurs du système;
- ouverture à la discussion des idées susceptibles de renforcer le système et de progresser, de façon équilibrée, vers l'objectif de l'union économique et monétaire;
- opportunité de concentrer l'examen sur les propositions concrètes qui ont été formulées en tenant compte de leurs fondements et de leurs aspects techniques.

6. Les Gouverneurs prendront les dispositions utiles pour que les travaux soient menés à bonne fin dans des délais raisonnables, mais se donneront le temps d'une réflexion approfondie sur ces différents sujets."

B. Discussion du Comité

M. de Larosière considère que sur la base des discussions que les Suppléants et les Gouverneurs ont déjà eues le rapport aux Ministres pourrait être un peu plus détaillé. En effet, il semblait qu'en avril les Gouverneurs étaient d'accord sur deux idées. La première était d'entreprendre une étude des aménagements possibles pour renforcer le fonctionnement actuel du SME; différentes suggestions ont été émises dans des memorandums et M. de Larosière rappelle qu'il souhaite que le problème de la symétrie soit étudié dans ce cadre. La seconde idée était de commencer l'examen d'un problème beaucoup plus lointain, à savoir l'intégration monétaire au sein de l'Europe avec les aspects institutionnels et pratiques qu'elle peut comporter.

Il serait souhaitable que ces deux idées soient reflétées dans le rapport oral aux Ministres.

Le Président fait observer que, selon le point 5 des grandes lignes que M. Janson a présentées, les Gouverneurs sont d'accord sur l'esprit dans lequel les travaux devront être conduits, à savoir: nécessité de consolider l'acquis du SME et de bâtir sur ces fondations les progrès futurs du système, et ouverture à la discussion des idées susceptibles de progresser, de façon équilibrée, vers l'objectif de l'union économique et monétaire. Il s'agit là bien sûr d'un schéma qui pourra être un peu étoffé.

M. Janson rappelle que dans le même point 5 des grandes lignes du rapport il est également fait état de l'opportunité de concentrer l'examen sur les propositions concrètes qui ont été formulées en tenant compte de leurs fondements et de leurs aspects techniques, ce qui signifie que les Gouverneurs se déclarent prêts à prendre en considération tous les memorandums qui ont été présentés.

M. Pöhl reconnaît qu'il n'est pas facile de présenter un rapport sur des questions qui n'ont pas encore été discutées en détail. Le message à transmettre aux Ministres pourrait être regroupé sous trois chapitres. Dans le premier on indiquerait ce que les Gouverneurs ont réalisé pour mettre en oeuvre l'accord de Bâle/Nyborg, par exemple les pas importants faits pour améliorer la coordination des politiques monétaires, y compris le mandat donné au groupe d'experts, ainsi que l'utilisation des nouvelles facilités de crédit et la coordination des politiques d'intervention. Un deuxième chapitre préciserait que les Gouverneurs sont prêts à étudier les aménagements techniques du fonctionnement du SME qui sont proposés, en particulier par les autorités françaises et italiennes, mais il serait souhaitable de ne pas utiliser le terme symétrie qui est à la fois trompeur et générateur de désaccords entre Gouverneurs. Les différentes propositions pourraient néanmoins être brièvement rappelées en précisant qu'il faudra du temps pour les examiner et donc pour faire rapport aux Ministres. Enfin, une troisième partie pourrait évoquer le cadre institutionnel pour le développement d'une union monétaire mais avec prudence et hésitation. En effet, les orientations politiques ne sont pas claires dans ce domaine et il serait préférable d'attendre le Conseil Européen de fin juin pour se déterminer. Si les Chefs d'Etat ne prenaient pas de décision dans ce domaine il serait prématuré ou risqué de prendre maintenant les devants; si effectivement ils conviennent de constituer un groupe d'experts, celui-ci devra travailler en contact avec les banques centrales et les Gouverneurs pourront examiner ce travail.

M. Ciampi estime que les suggestions présentées par M. Janson pour les grandes lignes du rapport du Président du Comité rendent compte de l'état d'avancement des discussions des Suppléants qui ne permet pas d'aller beaucoup plus loin qu'un rapport préliminaire. Il convient, toutefois, d'éviter de se laisser dessaisir de questions qui relèvent de la compétence des banques centrales et il serait donc utile de donner une liste un peu plus précise des sujets que les Gouverneurs vont examiner; dans cet esprit certaines remarques formulées, notamment par M. de Larosière, pourraient étoffer le schéma de rapport proposé. Il conviendrait aussi, comme M. Pöhl

l'a rappelé, de bien marquer les limites de la politique monétaire; celle-ci ne peut pas supporter tout le fardeau de l'ajustement; la politique budgétaire doit jouer un rôle essentiel tandis que la politique monétaire a surtout pour objectif d'assurer la stabilité des prix et des taux de change.

M. Duisenberg admet que le Conseil européen de fin juin pourrait ne pas prendre de décision dans le domaine de l'intégration monétaire mais il ne serait pas souhaitable de se fonder sur une telle hypothèse. Il importe que les questions monétaires et l'évolution ultérieure du SME continuent d'être étudiées par les organismes responsables, c'est-à-dire par le Comité monétaire et le Comité des Gouverneurs et ce dernier devrait faire connaître cette position aux Ministres.

Le Président indique que les grandes lignes du rapport contiennent deux affirmations importantes au point 4, à savoir que les Gouverneurs étudieront les aspects des propositions formulées qui relèvent de leurs attributions et qu'il est souhaitable que les études sur le renforcement du SME et sur la construction monétaire européenne soient menées au sein des institutions communautaires compétentes, c'est-à-dire le Comité monétaire et le Comité des Gouverneurs. Toutefois, comme M. Pöhl l'a indiqué, si les Chefs d'Etat voulaient créer un groupe d'experts, il ne faudrait pas s'y opposer.

M. Leigh-Pemberton observe que plusieurs Gouverneurs souhaitent faire valoir aux Ministres que la politique monétaire a ses limites et que la politique économique générale, notamment la politique budgétaire, doit remplir son rôle. Il serait utile d'être un peu plus explicite et, en s'inspirant du rapport de M. Janson daté du 27 avril 1988, de souligner la nécessité:

- de progresser dans les domaines hors de la compétence des banques centrales, comme la coordination des politiques économiques générales et le traitement des obstacles structurels à la croissance;
- d'éviter tout changement du SME qui risquerait de déstabiliser l'économie.

En effet, si certains pays se laissent tenter de mener une politique budgétaire et même monétaire plus expansionniste, sans s'attaquer aux problèmes structurels, non seulement ils n'obtiendront pas davantage de croissance mais ils risqueront de ruiner le SME et la stabilité.

M. de Larosière indique qu'il est dans l'ensemble d'accord avec ce qu'il est envisagé de présenter aux Ministres, notamment sur ce que les Gouverneurs ont fait et sur ce qu'ils comptent faire; il ajoute qu'il ne

cherche pas à donner l'impression que la notion de symétrie est approuvée par le Comité. Toutefois, il doit être clair que dans les travaux ultérieurs du Comité sur les propositions concrètes, la question d'une meilleure symétrie dans les interventions ne sera pas éludée. Cette question pourrait même être mentionnée dans le rapport oral du Président comme une idée du Gouverneur de la Banque de France.

M. Pöhl précise qu'il est tout à fait d'accord pour que les Gouverneurs discutent la notion de symétrie, sans d'ailleurs la limiter aux interventions mais en l'étendant aux performances économiques. Il semble cependant préférable d'éviter ce terme car s'il existe une certaine asymétrie dans les performances économiques, les Gouverneurs ne doivent pas donner l'impression qu'ils reconnaissent l'existence d'une asymétrie dans les obligations d'intervention.

Le Président conclut la discussion en indiquant que les diverses remarques formulées par les Gouverneurs donnent suffisamment de matière pour faire un rapport préliminaire oral¹ et en soulignant que les Gouverneurs sont d'accord pour n'écarter aucune des idées présentées dans les différents memorandums; elles seront toutes étudiées en temps utile et toutes les opinions pourront se faire entendre.

VI. Autres questions relevant de la compétence du Comité

- Problèmes rencontrés par les banques européennes opérant au Japon

M. Janson indique que les Suppléants ont été saisis d'une demande des services de la Commission tendant à susciter une démarche du Comité des Gouverneurs auprès de la Banque du Japon. Il s'agirait d'amener cette dernière à lever certains obstacles que les banques étrangères rencontrent au Japon en ce qui concerne les conditions de la collecte des dépôts et le fonctionnement du marché interbancaire. Cette question a déjà été soulevée au Comité monétaire et les vues ont été divergentes.

Les Suppléants considèrent que des démarches bilatérales de la part des pays affectés seraient plus appropriées et efficaces qu'une démarche collective du Comité des Gouverneurs. C'est la voie qui a été suivie avec quelques succès par certains pays comme le Royaume-Uni et les Etats Unis. En outre, il ne faudrait pas sous-estimer les problèmes politiques

1 Le texte ayant servi de base à ce rapport du Président est joint comme Annexe 3.

intérieurs que soulèvent au Japon la dérégulation et l'élargissement des procédures.

Le Président constate que le Comité partage l'avis des Suppléants de ne pas entreprendre de démarche collective auprès des autorités japonaises et de laisser à chacun l'initiative de démarches bilatérales.

VII. Date et lieu de la prochaine séance

La prochaine séance aura lieu à Bâle, le lundi 13 juin 1988 à 10 heures, c'est-à-dire juste avant l'Assemblée générale de la BRI. La séance de juin est traditionnellement limitée à quelques points, tels que l'approbation du procès-verbal et du "rapport concertation". Comme les années précédentes, ce dernier rapport serait préparé lors d'une réunion que le "groupe concertation" tiendrait le lundi 13 juin à 8 h 30. L'exercice "surveillance", qui n'existait pas encore en juin 1987, pourrait être réalisé sans réunion du groupe d'experts mais au moyen de la concertation téléphonique du vendredi après-midi qui, pour la circonstance, pourrait être davantage développé, afin de permettre à M. Dalgaard de faire un rapport aux Gouverneurs le lundi. Bien entendu, si la situation l'exigeait, le "groupe surveillance" pourrait tenir une réunion pendant le week-end à Bâle. Il en serait de même pour le Comité des Suppléants mais rien de tel n'est prévu à l'heure actuelle.

Comité des Gouverneurs
des banques centrales des Etats membres
de la Communauté économique européenne

10 mai 1988

Traduction
Confidentiel

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

AVRIL 1988

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

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

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

- léger raffermissement du dollar EU à l'égard de la plupart des monnaies;
- persistance de la stabilité au sein du SME avec, toutefois, quelques petits changements dans les positions des monnaies;
- hausse des taux d'intérêt dans quelques pays, sous l'effet de l'évolution généralement positive des résultats économiques et de la crainte d'un regain d'inflation;

Dans l'ensemble, le dollar EU s'est légèrement apprécié vis-à-vis de la plupart des grandes monnaies. Tout au long du mois, le dollar EU a été conforté par la hausse - et la perspective de hausses supplémentaires -

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

des taux d'intérêt aux Etats-Unis. Il a connu un accès de faiblesse après l'annonce d'une légère aggravation du déficit commercial américain en février; sa baisse a été ensuite contenue, des informations largement répandues faisant état d'interventions coordonnées ont en effet renforcé la conviction des opérateurs que les autorités continuaient d'appliquer leur politique de concertation. Le dollar a clôturé le mois en gagnant approximativement 3/4% vis-à-vis du mark et 1/2% à l'égard du yen.

Le SME est resté stable. Quelques changements se sont cependant produits dans les positions des monnaies et en particulier la lire italienne et la couronne danoise se sont affaiblies.

Le deutsche mark s'est révélé relativement stable. Fin avril, son indice pondéré en fonction des échanges commerciaux avec 14 pays industriels (à 172,8%) était légèrement inférieur au niveau atteint à la fin de mars (173,1%; 1972 = 100). Le deutsche mark a légèrement progressé vis-à-vis du franc suisse, de la lire italienne et de la couronne danoise, cependant qu'il s'inscrivait en baisse à l'égard du dollar EU et de la livre sterling.

Dans un contexte électoral, le franc français a évolué dans des limites assez étroites, sans que la publication de résultats économiques moins satisfaisants (déficit du commerce extérieur FF 5,2 milliards en février, après FF 0,6 en janvier; hausse des prix 0,3% en mars après 0,2% en février) ait eu un impact significatif sur sa tenue.

Le florin néerlandais a été ferme à l'égard des monnaies du SME pendant tout le mois. La Nederlandsche Bank a acheté un montant limité de deutsche marks pour freiner ce mouvement.

Au cours de la période sous revue, le franc belge a légèrement amélioré sa position au sein du SME. Aucun changement des taux d'intérêt officiels n'est intervenu.

La couronne danoise s'est affaiblie de 1/2% en milieu de mois dans la bande étroite du SME, du fait de la situation politique tendue engendrée par la convocation d'élections générales.

La livre irlandaise, relativement stable, est demeurée dans la moitié supérieure de la bande du SME durant le mois. Pendant la période, la Central Bank of Ireland a effectué des achats nets de devises pour neutraliser les entrées nettes continues de capitaux et a abaissé le taux d'intérêt de la facilité à court terme de 3/4%, à 8 1/2%, le 11 avril.

La lire italienne a fait l'objet de certaines pressions, les opérateurs du marché continuant à réduire leurs emprunts à court terme en monnaies étrangères à l'approche des élections présidentielles en France. La Banca d'Italia est intervenue sur le marché à plusieurs reprises et a

accepté une faible dépréciation de la lire par rapport au deutsche mark, tout en stabilisant le cours lire/franc français.

La livre sterling a été très ferme en avril et très demandée à l'étranger à certaines périodes. Une réduction de 1/2% (à 8%, le plus bas niveau depuis dix ans) des taux de base bancaires au Royaume-Uni, le 8 avril, a passagèrement tempéré l'optimisme, mais de nouvelles entrées des capitaux ont été enregistrées après la publication de chiffres décevants pour le commerce extérieur américain en février. Affectée par certaines prises de bénéfices de précaution avant l'annonce des statistiques commerciales britanniques pour mars, la livre a repris sa hausse à la nouvelle d'une contraction du déficit, terminant le mois sur une note de fermeté. Son indice pondéré en fonction des échanges commerciaux a progressé de 0,4%, à 78,4% (1975 = 100).

En avril, la drachme grecque s'est dépréciée de 0,9% et 0,2% respectivement à l'égard du dollar EU et de l'Ecu. En termes effectifs, elle a perdu 0,5%.

La peseta espagnole a enregistré en fin de période un gain de 0,8% en termes nominaux effectifs vis-à-vis des monnaies du SME, en raison de l'afflux constant de capitaux et malgré quelques achats de devises par le Banco de España. A l'égard du dollar EU, la peseta a progressé de 0,2%.

Conformément à la politique de taux de change définie par les autorités, la dépréciation mensuelle, en termes effectifs, de l'escudo portugais a été réduite de 0,1 point de pourcentage, et la monnaie a perdu 0,3% au lieu de 0,4% précédemment.

Le franc suisse a fléchi par rapport à toutes les monnaies. Il a reculé d'un peu plus de 1,5% vis-à-vis du dollar EU et de 1,6% en termes pondérés des échanges commerciaux. On attribue cette tendance au niveau toujours bas des taux d'intérêt internes.

Le schilling autrichien s'est déprécié de 0,8% vis-à-vis de la monnaie américaine, avec une bande de fluctuation de 2% durant le mois. A l'égard du deutsche mark, il a évolué à l'intérieur d'une fourchette de 0,06% seulement.

Soutenue par des entrées continues de fonds qui se sont accélérées durant les derniers jours du mois, la couronne suédoise s'est raffermie, son indice passant de 130,75 à un peu plus de 130, limite inférieure de sa bande de fluctuation. Le taux d'escompte a été relevé de 7,5% à 8,5% à compter du 29 avril, afin de ralentir la rapide expansion du crédit et de freiner la demande interne.

La couronne norvégienne s'est encore renforcée, s'appréciant de 1,6% en termes effectifs, principalement sous l'effet du raffermissement des prix du pétrole et du niveau élevé des taux d'intérêt internes. L'écart

de taux d'intérêt avec les monnaies de son indice composite s'est quelque peu réduit mais est demeuré élevé, à 6 3/4% en moyenne en fin de mois.

En termes effectifs, le mark finlandais s'est légèrement apprécié. La Banque de Finlande a procédé à quelques interventions à l'achat.

Le dollar canadien s'est raffermi en avril, progressant de 0,4% vis-à-vis du dollar EU, pour s'établir à \$EU 0,8130 en fin de mois, et gagnant 0,6% sur une base pondérée en fonction des échanges commerciaux avec les pays du Groupe des Dix. Le raffermissement est lié à plusieurs facteurs: résultats toujours satisfaisants de l'économie, termes de l'échange avantageux et écart favorable entre les taux d'intérêt comparables des marchés monétaires américain et canadien.

Le yen japonais a fluctué à l'intérieur d'une marge relativement étroite vis-à-vis du dollar EU et ne s'est que très légèrement déprécié (-0,3%). La stabilité du yen s'explique en partie par des interventions concertées des principales banques centrales, spécialement en milieu de mois, et en partie par le fait que les fortes ventes de dollars auxquelles on s'attendait de la part des investisseurs institutionnels japonais n'ont pas eu lieu. A l'égard des principales monnaies européennes, le yen a progressé de 0,3%.

II. INTERVENTIONS

a) Interventions en dollars EU

En avril, les achats nets de dollars des banques centrales se sont chiffrés à \$EU 4,6 milliards, contre \$EU 2,5 milliards en mars. Les achats bruts se sont élevés à \$EU 5,2 milliards dont \$EU 2 milliards dans le cadre d'une action concertée de soutien du dollar réalisée vers le milieu du mois. Les principaux acquéreurs ont été la Banque du Canada et la Banque du Japon. Les ventes brutes ont atteint \$EU 0,6 milliard

b) Interventions en monnaies communautaires et en Ecus privés

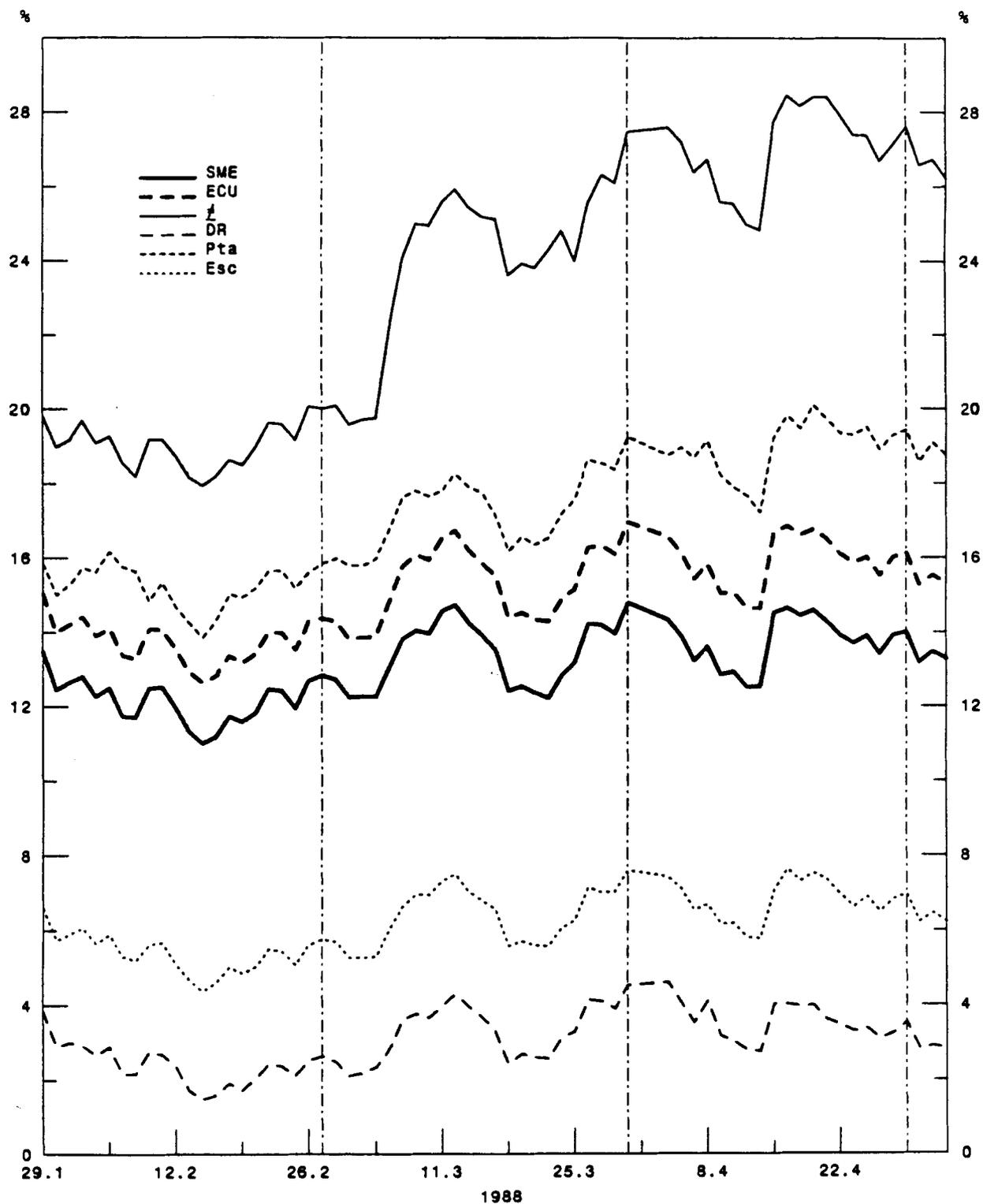
Les interventions en monnaies du SME effectuées par les banques centrales de la Communauté ont atteint la contre-valeur de \$EU 2,8 milliards, contre \$EU 5,3 milliards en mars. Ces interventions ont consisté essentiellement en ventes de deutsche marks par la Banca d'Italia et, dans une moindre mesure, en achats de deutsche marks par le Banco de España.

III. EVOLUTION DURANT LE MOIS EN COURS JUSQU'AU 6 MAI

Le dollar EU a continué de s'apprécier vis-à-vis, de toutes les monnaies, excepté le yen japonais.

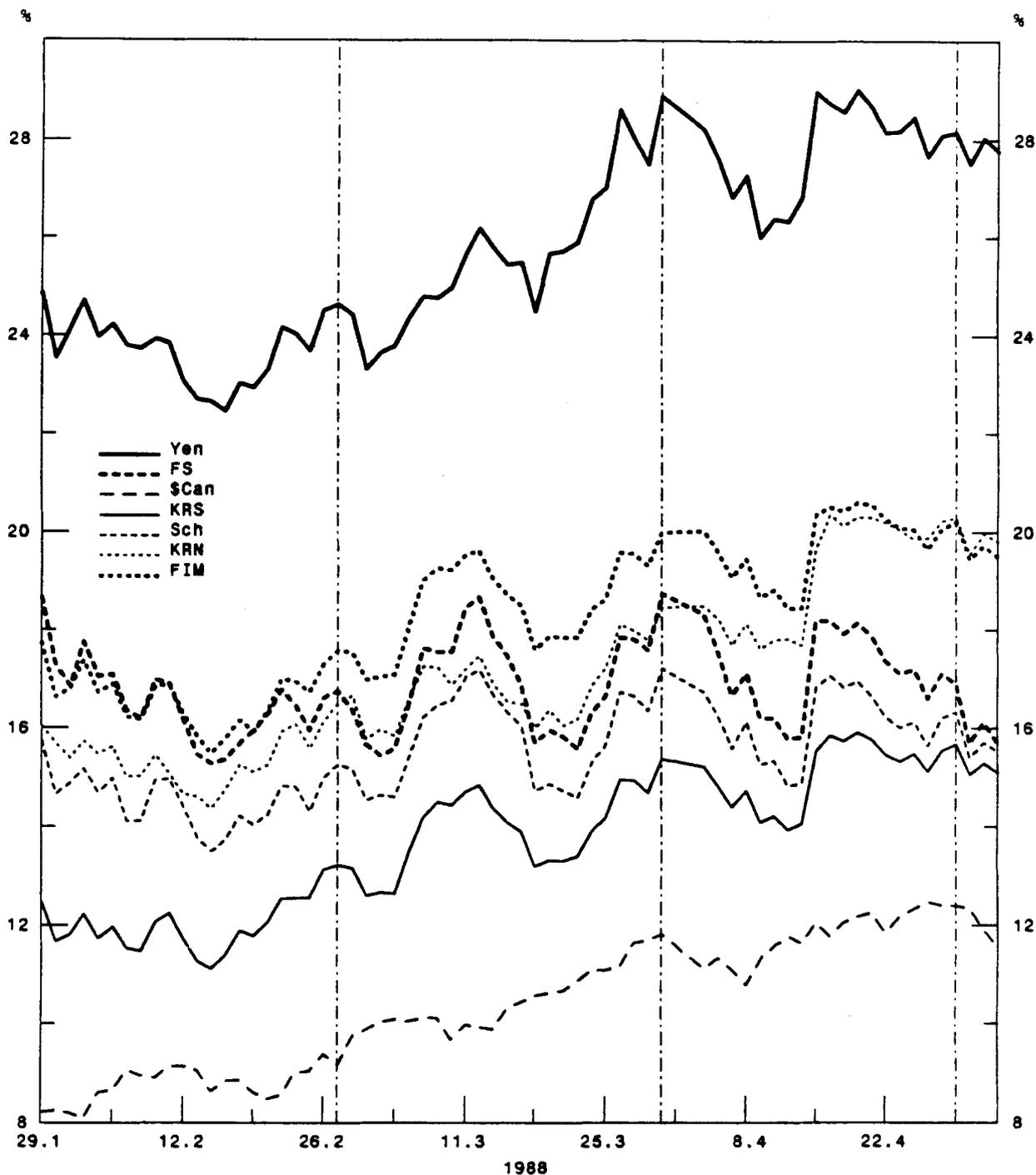
Au sein du SME, on a enregistré une variabilité légèrement plus grande des taux de change.

EVOLUTION DE L'ECU, DU COURS MEDIAN DES MONNAIES PARTICIPANT AU
MECANISME DE CHANGE DU SME ET DES MONNAIES DES BANQUES CENTRALES DE
LA CEE NE PARTICIPANT PAS A CE MECANISME, SUR LA BASE DES COURS
RELEVES LE 31 DECEMBRE 1986 VIS-A-VIS DU \$EU*



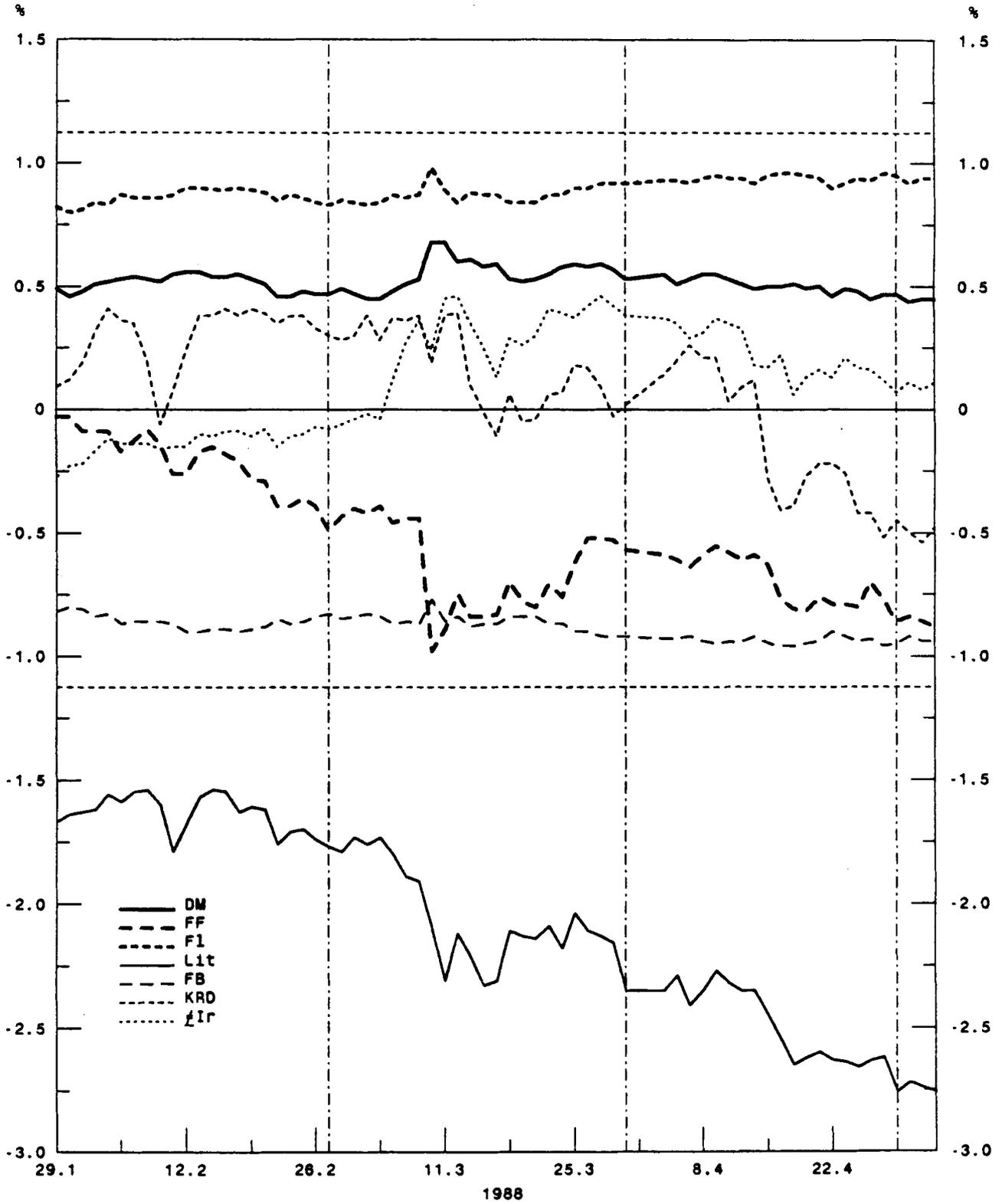
* Voir page suivante.

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



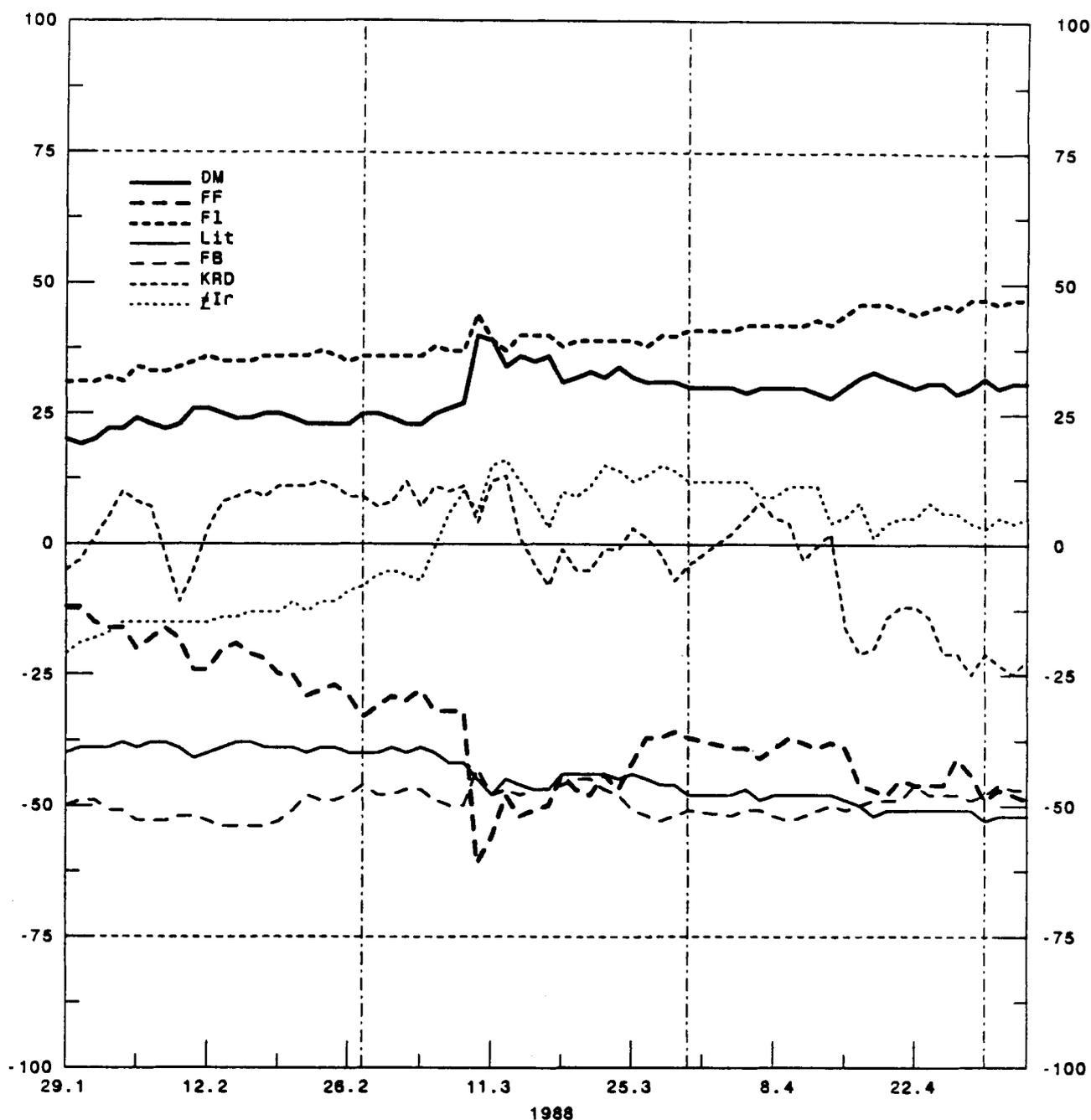
* ECU 0,93425; £ 0,6773; DR 138,7601; PTA 131,8700; ESC 146,0995;
FIM 4,7925; \$Can 1,3805; FS 1,6215; Yen 159,7993; KRS 6,7750; KRN 7,3975;
Sch 13,6520; cours médian des monnaies participant au SME 0,92913. Le
cours médian des monnaies participant au SME représente la moyenne jour-
nalière des cours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

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



6.5.1988

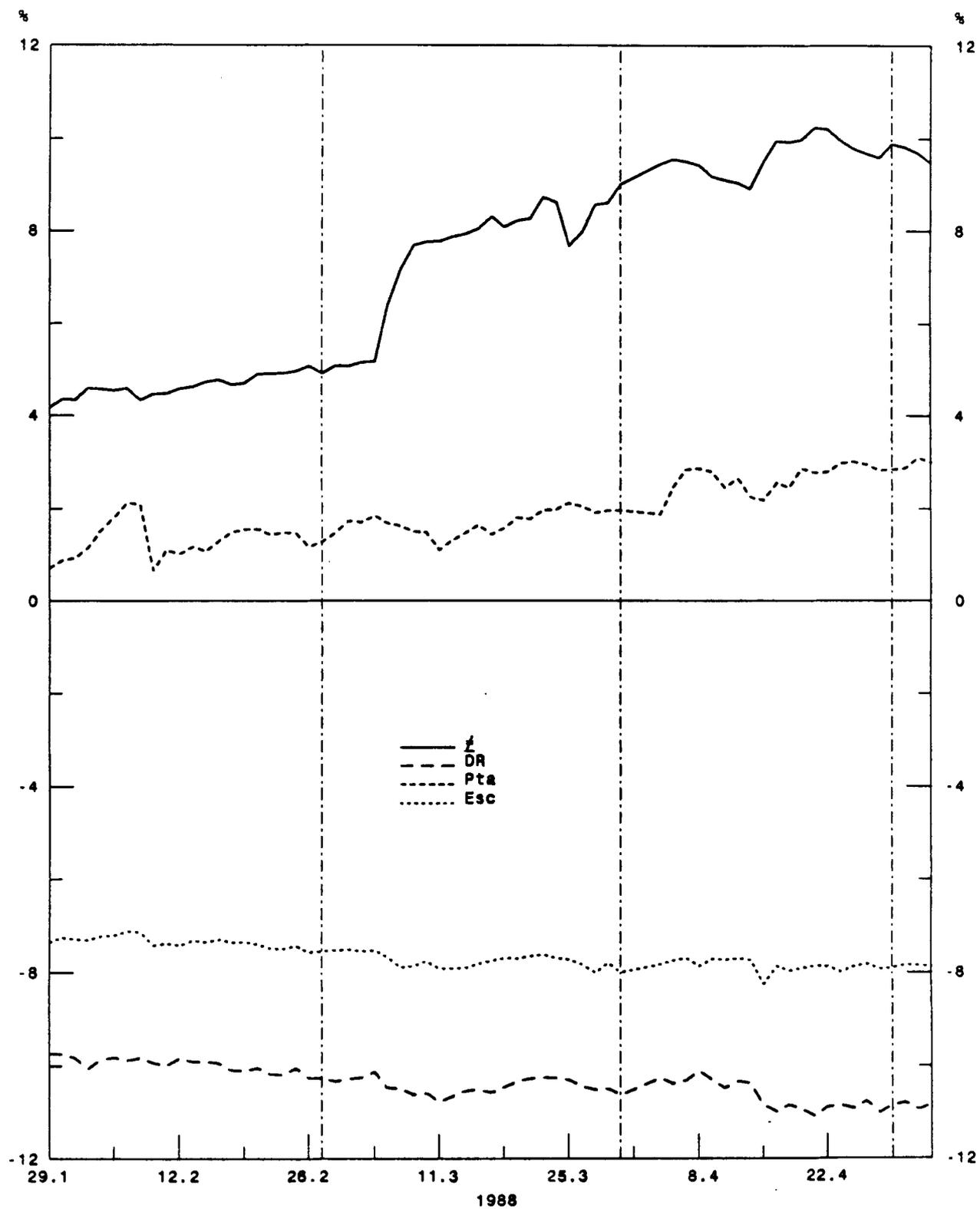
EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE*



* L'indicateur de divergence a pour but de mesurer, sur une base comparable pour toutes les monnaies participant au mécanisme de change européen, la position d'une monnaie vis-à-vis de son cours-pivot ECU. L'écart maximal de divergence est le pourcentage maximal par lequel le cours de marché de l'ECU dans chaque monnaie peut s'apprécier ou se déprécier par rapport à son cours-pivot ECU; il est exprimé par ± 100 , le seuil de divergence étant ± 75 . Les données qui ont servi de base à l'établissement de ce graphique sont les cours de l'ECU exprimés en termes de diverses monnaies, cours qui sont toutefois corrigés des effets des fluctuations de la lire italienne, de la livre sterling et de la drachme grecque au-delà de la marge de 2,25% vis-à-vis des autres monnaies participant au SME.

6.5.1988

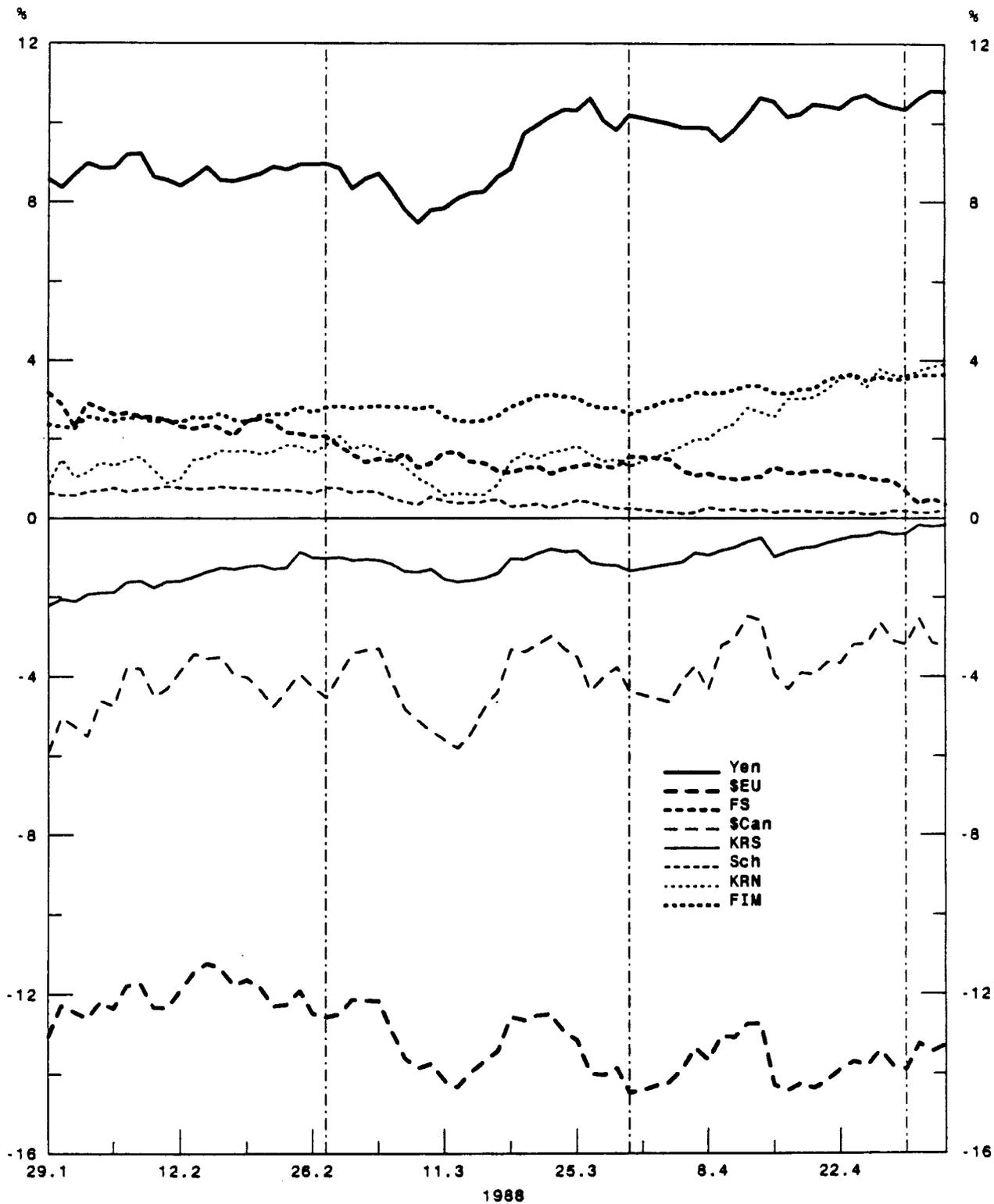
EVOLUTION DE LA LIVRE STERLING, DE LA DRACHME, DE LA PESETA ET DE
L'ESCUDO PAR PAPPORT A L'ECU SUR LA BASE DES COURS DU MARCHÉ
RELEVÉS LE 31 DECEMBRE 1986*



* £ 0,724942; DR 148,526; PTA 141,151; ESC 156,382.

6.5.1988

EVOLUTION DES MONNAIES DES BANQUES HORS CEE PARTICIPANT A LA
 CONCERTATION PAR RAPPORT A L'ECU SUR LA BASE DES COURS DU MARCHÉ
 RELEVÉS LE 31 DECEMBRE 1986*



* \$EU 1,07038; \$Can 1,47766; FS 1,73562; Yen 171,046; KRS 7,25181; KRN 7,91812;
 Sch 14,6128; FIM 5,12978.

MANDAT DU GROUPE D'EXPERTS PRESIDE PAR M. RAYMOND

Les Gouverneurs considèrent qu'il est souhaitable d'améliorer la coordination des politiques monétaires entre les pays membres de la CEE, notamment dans l'optique d'une libération complète des mouvements de capitaux, et de compléter la procédure de surveillance mensuelle. Dans cet esprit, le groupe d'experts présidé par M. Raymond s'attachera en particulier dans ses rapport semestriels:

1. à mettre en évidence les défauts de convergence des données macro-économiques qui pourraient nuire à la stabilité monétaire interne et externe, à en analyser les causes et à suggérer les moyens d'y remédier;
2. à évaluer, du point de vue surtout de la politique monétaire, les performances économiques de la Communauté et à analyser leurs insuffisances éventuelles par rapport aux objectifs économiques de la Communauté;
3. à préciser quelle peut être la contribution de la politique monétaire, dans l'ensemble des instruments de politique économique, aux ajustements qu'impliqueraient les analyses évoquées ci-dessus;
4. à en tirer des conséquences relatives à l'évolution des variables monétaires et des conditions de financement des économies dans le futur;
5. à fournir au Comité des Gouverneurs, dans son rapport d'automne, les données et les analyses nécessaires pour faciliter la discussion des politiques monétaires envisagées en vue de développer une approche coordonnée.

Comité des Gouverneurs
des banques centrales des Etats membres
de la Communauté économique européenne

13 mai 1988

NOTES AYANT SERVI DE BASE AU
RAPPORT PRELIMINAIRE ORAL DU PRESIDENT DU COMITE
AU CONSEIL ECOFIN INFORMEL, LE 14 MAI 1988,
SUR LE RENFORCEMENT DE LA COOPERATION MONETAIRE DANS LA CEE

1. Les Gouverneurs ont procédé à un premier échange de vues au sujet des réflexions contenues dans les mémorandums soumis à leur attention. Je rends compte de ces délibérations sous ma responsabilité de Président du Comité, et à titre tout à fait préliminaire.

2. Les questions qui ont été posées se rapportent à deux ordres de préoccupations. Les unes concernent le fonctionnement du Système monétaire européen et les aménagements qui pourraient encore y être apportés, sans modifier sa physionomie institutionnelle. Les autres se rapportent à l'avenir de la construction monétaire européenne, c'est-à-dire à la réalisation de l'objectif de l'union économique et monétaire et aux moyens de progresser concrètement dans cette voie.

3. Avant d'aborder séparément ces deux perspectives, je voudrais faire état de plusieurs observations, auxquelles les Gouverneurs attachent une grande importance, et qui se rapportent aux deux aspects que je viens d'évoquer.
 - a) Qu'il s'agisse du court terme, ou de l'avenir plus éloigné, il importe que des travaux, dont l'aboutissement requiert un consensus général, soient menés dans des enceintes où les douze parties prenantes, qu'il s'agisse des gouvernements ou des banques centrales, sont représentées. Il serait dès lors très souhaitable, de l'avis des Gouverneurs, que la mission d'examiner les propositions d'approfondissement de la coopération monétaire européenne soit confiée aux institutions communautaires appropriées, à savoir le Conseil ECOFIN, le Comité des Gouverneurs et le Comité monétaire.

- b) Les questions soulevées concernent, entre autres, les domaines de compétence des banques centrales. Il est normal que les propositions qui affectent les attributions des banques centrales et, a fortiori, les arrangements conclus entre elles, soient examinées d'abord par les Gouverneurs.
- c) L'approfondissement de la coopération monétaire européenne est un processus qui s'alimente à la fois de la pratique quotidienne, sous la forme de contacts permanents et concertés, entre les autorités et les marchés, et d'une réflexion sur l'adéquation entre les arrangements en vigueur et les objectifs poursuivis, susceptible de mener à des décisions de caractère plus systémique. Il importe que les aménagements éventuellement apportés aux règles, aux procédures et aux dispositifs existants demeurent en prise directe sur les réalités et nécessités de la coopération. Ils doivent aussi être perçus comme le fruit de progrès continus, cohérents et équilibrés, fondés sur la consolidation des acquis antérieurs.

4. Parmi les propositions formulées, certaines ont pour objectif expressément souligné de contribuer au renforcement du Système monétaire européen.

Le renforcement du SME est une préoccupation constante des Gouverneurs, qui peut en effet se traduire, à l'occasion, par des aménagements aux règles et procédures en vigueur. Les Accords de Bâle-Nyborg, élaborés dans la perspective de la libération complète des mouvements de capitaux, en sont le plus récent témoignage. Les améliorations des facilités de financement et de règlement des interventions qui découlent de ces accords ont déjà été mises en oeuvre. Par exemple, des interventions intramarginales ont déjà bénéficié des nouvelles conditions de financement pour un montant important (Ecus 3,4 milliards). La surveillance des développements observés dans les pays membres et dans les marchés de fonds s'est resserrée, et l'étroite concertation entre banques centrales, parfois concrétisée par des actions coordonnées dans les marchés, ont certainement contribué au bon fonctionnement du système au cours des derniers mois. Les Gouverneurs ont en outre pris les dispositions annoncées, dans leur récent rapport sur la libération complète des mouvements de capitaux, pour renforcer le processus de coordination des politiques monétaires entre Etats membres.

5. Le souhait est exprimé de plusieurs parts d'examiner divers autres aménagements au fonctionnement du Système monétaire européen, notamment dans l'esprit, selon les promoteurs de ces suggestions, de favoriser un meilleur équilibre entre les performances des économies, entre les objectifs des politiques économiques et entre les contraintes qui pèsent sur les différents partenaires.

Les Gouverneurs se proposent d'examiner les propositions ainsi formulées et pour autant qu'elles entrent dans leur sphère de compétence. Ils s'attacheront à examiner toutes les propositions concrètes qui ont été avancées, en tenant compte à la fois des fondements qui les motivent et de leurs aspects techniques. Il s'agit, en particulier, des propositions concernant le mécanisme d'interventions, la diversification des avoirs de réserves, le mécanisme de création d'Ecus, le développement de l'usage de l'Ecu officiel et de l'Ecu privé, l'élargissement du rôle du FECOM et un nouveau mécanisme de crédit lié à la libération complète des mouvements de capitaux.

Cet examen sera mené en attachant une importance particulière au souci de consolider l'acquis du Système monétaire européen, en matière de stabilité interne et externe, et de bâtir sur ces fondations les progrès futurs de système. Dans ce contexte, il a été mentionné qu'un resserrement des priorités en faveur de la croissance économique comporterait le risque de déstabiliser le SME sans atteindre l'objectif recherché. Il est clair que le fonctionnement équilibré du système et, a fortiori, la réalisation d'un rythme de croissance plus élevé et la réduction des déséquilibres externes dans la Communauté ne dépendent pas exclusivement des banques centrales, des mécanismes en place ou des politiques monétaires dont les limites doivent être consciemment assumées. En effet, les politiques économiques générales, y compris les politiques structurelles, doivent jouer un rôle important dans ces domaines.

6. Pour ce qui concerne l'avenir de la construction monétaire européenne, et les étapes plus ambitieuses qu'elle implique, les Gouverneurs ont à plusieurs reprises souligné qu'ils souscrivent à l'objectif de l'union économique et monétaire et sont dès lors disposés à aborder la discussion des idées susceptibles de contribuer à la réalisation de cet objectif.

Les délibérations des Gouverneurs m'amènent à mettre l'accent sur deux observations fondamentales.

D'une part, s'il est normal que la perspective de la pleine réalisation du marché intérieur, en 1992, conduise à s'interroger sur

l'environnement monétaire du grand marché, l'approfondissement de l'intégration monétaire européenne devra s'appuyer sur un processus équilibré. L'intégration croissante des responsabilités dévolues aux banques centrales ne se conçoit qu'en parallèle avec une intégration croissante des responsabilités de formulation et de mise en oeuvre des politiques économiques, et dans le contexte d'un rapprochement progressif des structures économiques, sociales et fiscales.

D'autre part, si la volonté s'exprime au niveau politique de mener une réflexion d'ensemble équilibrée sur cette problématique, et d'en assumer ultérieurement toutes les exigences dans un cadre européen, je crois pouvoir vous dire que les Gouverneurs mettront aussitôt à l'étude, dans un esprit constructif, toutes les implications du processus pour l'exercice des responsabilités qui leur incombent, de même que les étapes intermédiaires de nature à assumer une progression cohérente vers l'objectif retenu.