

8 janvier 1991
Confidentiel
Projet Final
(Traduction)

PROCES-VERBAL
DE LA 250^{ème} SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS
DES BANQUES CENTRALES DES ETATS MEMBRES
DE LA COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE
TENUE A BALE, LE MARDI 11 DECEMBRE 1990 A 9 H 30

Table des matières

	<u>Page</u>
I.	Approbation du procès-verbal de la 249ème séance 1
II.	Mandats pour le Sous-Comité de politique monétaire, le Sous-Comité de politique des changes et le Comité d'affaires financières 1
III.	Arrangements de taux de change avec des pays tiers 2
IV.	Questions relatives à l'Accord du SME 3
	1. Principes concernant l'accord préalable aux interven- tions en monnaies communautaires 3
	2. Extension du mécanisme de crédits croisés renouvelables du SME 4
	3. Heures d'intervention 5
V.	Surveillance des développements et des politiques écono- miques et monétaires dans la CEE sur la base de: 6
	1. Exposé de M. Dalgaard 6
	2. Exposé de M. Rey 8
	3. Discussion par le Comité 10
VI.	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 1990 17
VII.	Cadre commun de surveillance des politiques monétaires 17
	1. Déclaration de M. Raymond 17
	2. Déclaration de M. Rey 20
	3. Programme de travail de l'Unité économique 22
	4. Discussion par les Gouverneurs 23

VIII.	Union économique et monétaire	26
	1. Echange de vues sur la proposition britannique d'institution de l'écu lourd	26
	2. Conférence intergouvernementale	26
IX.	Autres questions relevant de la compétence du Comité	27
	1. Compensation de l'écu	27
	2. Rapport annuel du Comité des Gouverneurs, conformément à l'article 3 de la Décision du Conseil (N° 90/142/CEE)	27
X.	Date et lieu de la prochaine séance	27

* * *

La liste des participants est jointe en annexe.

I. Approbation du procès-verbal de la 249ème séance

Le Comité approuve le procès-verbal de la 249ème séance.

II. Mandats pour le Sous-Comité de politique monétaire, le Sous-Comité de politique des changes et le Comité d'affaires financières

M. Rey déclare que le Comité des Suppléants a légèrement modifié les projets de mandat des Sous-Comités de politique monétaire et de politique des changes préparés par le Secrétariat et qu'il recommande l'adoption des mandats révisés.

En ce qui concerne la création d'un Comité d'affaires financières, les Suppléants sont d'accord avec les propositions du Secrétariat. Le projet de mandat a été légèrement révisé sur deux points. Premièrement, les Suppléants ont recommandé que le montant des dépenses exceptionnelles non prévues dans les estimations annuelles - que le Président du Comité des Gouverneurs pourra autoriser sans consulter le Comité d'affaires financières - devra être fixé à l'équivalent de écus 20.000. Deuxièmement, une référence à l'article 10.2 du Règlement intérieur a été insérée dans le texte relatif aux estimations annuelles des prévisions de dépenses pour le compte du Comité des Gouverneurs.

Les Suppléants ont pris acte que le Comité d'affaires financières comprendra trois membres du Comité des Gouverneurs. Compte tenu du temps limité dont disposent les Gouverneurs, les Suppléants ont recommandé l'adoption de la décision, étant entendu qu'il appartiendra aux membres du Comité d'affaires financières de décider des modalités de l'assistance que leur fournira leur Suppléant.

Le Comité a adopté:

- les mandats des Sous-Comités de politique monétaire et de politique des changes (voir annexes);
- la décision relative aux affaires financières (voir texte joint).

En ce qui concerne la composition du Comité d'affaires financières qui vient d'être créé, le Comité approuve la proposition du Président: en vue d'éviter tout conflit d'intérêts, les trois Gouverneurs ne pourront pas appartenir au Conseil d'administration de la Banque des Règlements Internationaux, et les Gouverneurs Rubio, Hoffmeyer et Doyle

seront nommés au Comité pour une période de trois ans à partir du 1er janvier 1991 (voir texte joint).

III. Arrangements de taux de change avec des pays tiers

M. Rey déclare que le Sous-Comité de politique des changes a élaboré un excellent rapport (FXP/90/03 final); il s'agit là du troisième rapport en douze mois rédigé par le Sous-Comité sur la question des relations avec des pays tiers. Les Suppléants sont généralement d'accord avec les propositions et en recommandent l'adoption, sous réserve d'un certain nombre de modifications mineures concernant le projet de communiqué de presse commun. En outre, les Suppléants proposent que:

- toutes les banques centrales de la Communauté soient prêtes à participer à l'élargissement de la coopération bilatérale à la Norges Bank;
- le montant global du swap bilatéral devra s'élever à écus 2 milliards;
- le montant global pourra être réparti entre les banques centrales de la Communauté selon une clé qui sera établie sur la base de la moyenne entre les pondérations de l'écu et les quotes-parts dans le cadre du soutien monétaire à court terme;
- l'accord avec la Norges Bank devra être conclu le 1er janvier 1991.

Le projet type d'un accord de swap avec la Norges Bank ainsi que le projet de communiqué de presse commun ont reçu l'assentiment du représentant de la Norges Bank.

M. de Larosière déclare que le rapport propose un arrangement pragmatique de bonne qualité combinant la décision unilatérale de la Norvège de s'aligner sur le SME avec des accords bilatéraux de swap entre les différentes banques centrales dans un cadre multilatéral. La solution retenue permet d'éviter de s'exposer à trop de questions politiques compliquées.

Le Président se réjouit également de la conclusion de l'accord et estime qu'il pourra ouvrir la voie à d'autres pays intéressés par l'établissement de relations de change unilatérales avec le SME.

Les Gouverneurs conviennent de suivre la procédure décrite par M. Rey (voir ci-dessus). Le Comité souscrit aux propositions présentées par le Sous-Comité de politique des changes en ce qui concerne:

- l'engagement commun au sujet de la gestion coordonnée des accords de swap et en particulier la procédure à suivre en cas d'activation de ces derniers (voir Chapitre III, Section 4b du Rapport FXP/90/03);
- les règles applicables aux consultations avec la Norges Bank (voir Chapitre IV, Section 1 du Rapport FXP/90/03);
- la fourniture régulière, par le Secrétariat, d'informations statistiques sur la Norvège (voir Chapitre IV, Section 1 du Rapport FXP/90/03). Le Secrétariat est invité à prendre les dispositions nécessaires avec la Norges Bank pour la fourniture régulière de ces données.

Le Comité invite le Président à:

- convenir avec la Norges Bank de la procédure et de la date de publication du communiqué de presse;
- informer le Président du Conseil ECOFIN des décisions des Gouverneurs.

IV. Questions relatives à l'Accord du SME

1. Principes concernant l'accord préalable aux interventions en monnaies communautaires

M. Rey déclare que les Suppléants n'ont pas pu se mettre d'accord sur un projet de déclaration de principes. En mai 1990, l'ensemble des Suppléants, à l'exception de celui du Banco de España, avaient approuvé le texte, mais leur réunion de la veille a révélé que, compte tenu de l'expérience des derniers mois, la Banque de France et la Banca d'Italia forment également des réserves sur le texte proposé. En conséquence, les Suppléants ont convenu d'examiner à nouveau cette question lors de la séance de janvier et ont invité le Sous-Comité de politique des changes à préparer la discussion. Faute d'accord sur les principes d'intervention en monnaies communautaires, il conviendra de différer l'abolition officielle de la limite d'acceptation d'écus officiels dans les règlements intracommunautaires.

Le Président se déclare déçu de la non-conclusion de cet arrangement, du fait surtout qu'il se plaçait dans l'esprit de l'accord de Bâle/Nyborg. Il pense qu'une solution doit être trouvée en vue de faciliter et de renforcer le processus de coordination. Il est satisfait que la question soit réexaminée par le Sous-Comité de politique des changes.

M. Ciampi déclare son attachement à la mise en oeuvre intégrale de l'accord de Bâle/Nyborg. Il demande instamment que le Sous-Comité de politique des changes parvienne à un arrangement et déclare qu'il sera de l'intérêt de tous de trouver une solution. M. Rubio estime que le Sous-Comité de politique des changes devra tenir compte du nouveau rôle du deutsche mark au sein du SME. M. de Larosière est d'avis que les récentes expériences imposent un réexamen de la situation et qu'il importe à présent de reconsidérer les questions fondamentales. Il est essentiel de disposer de la flexibilité requise pour assurer le fonctionnement sans à-coups de l'activité quotidienne du Système.

2. Extension du mécanisme de crédits croisés renouvelables du SME

Le Comité convient de suivre la procédure décrite dans la note du Secrétariat en date du 5 décembre 1990 et d'inscrire le texte suivant dans le procès-verbal de la présente séance: "En vue d'assurer la continuation du mécanisme de crédits croisés renouvelables du SME au-delà du 13 mars 1991 et de reporter l'échéance stipulée dans la décision des Gouverneurs du 13 décembre 1988, 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 du fonctionnement du SME (ci-après "Accord du SME"), tel qu'il a été amendé par les Actes en date 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 1991;

- 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 croisés seront dénoués. Durant cette période (c'est-à-dire jusqu'au 13 mars 1993), 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 interviendraient avant le 13 mars 1993."

En outre, le Comité invite le Président à informer par lettre le Président du Conseil ECOFIN de la décision des Gouverneurs; le texte de cette lettre figure en annexe à la note du Secrétariat mentionnée ci-dessus.

3. Heures d'intervention

M. Dalgaard explique que, jusqu'à présent, les banques centrales participant au mécanisme de change du SME ont effectué des interventions aux limites entre 9 heures et 16 heures, heure de Bruxelles. Par suite de la participation de la livre sterling au mécanisme de change, la Banque d'Angleterre a fait savoir que, du fait du décalage horaire, il sera extrêmement difficile de clore dès 15 heures. La position du Royaume-Uni est bien comprise par l'ensemble des autres banques centrales participantes, et le Groupe de surveillance a convenu de prolonger d'une heure les heures d'intervention, ce qui fait que la clôture est fixée à 17 heures, heure de Bruxelles (16 heures au Royaume-Uni, en Irlande et au Portugal). La nouvelle procédure entrera en vigueur le 2 janvier 1991.

Cette modification ne posera pas de problèmes majeurs; il est convenu, pour des raisons pratiques, de continuer à tenir la séance normale de concertation de l'après-midi à 16 heures, mais il y aura une concertation spéciale à 17 heures au cas où les circonstances l'exigeraient. Ces modifications peuvent avoir quelques répercussions sur la procédure de réaligement étant donné que, selon les règles actuelles, un pays demandant un réaligement devrait normalement donner des informations peu après la clôture des interventions officielles. Il n'est toutefois pas considéré qu'il s'agit d'un problème grave.

Suite à l'accord du Comité sur ces changements, M. Leigh-Pemberton exprime ses remerciements et sa gratitude pour la compréhension dont a fait preuve le Comité.

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

- Préparation par le Sous-Comité de politique des changes et discussion par le Comité des Suppléants
- Graphiques et tableaux

1. Exposé de M. Dalgaard

En novembre, le recul du dollar EU constaté au cours des six mois précédents s'est arrêté. La situation a été influencée en particulier par la crise du Golfe et par l'affaiblissement de l'économie américaine, qui a conduit à une réduction des taux d'intérêt et à l'anticipation d'une nouvelle baisse. Ces facteurs, auxquels s'ajoutent la précarité apparente du compromis sur le budget et les problèmes au sein du système financier, conduiront probablement à un nouveau repli du dollar EU. Au cas où une solution pacifique interviendrait au Moyen-Orient, elle se traduirait sans doute immédiatement par une dépréciation du dollar EU, l'effet valeur-refuge disparaissant. Sur une plus longue période cependant, le fléchissement des prix pétroliers pourra provoquer un raffermissement du taux de change du dollar EU.

Depuis la mi-octobre, le yen japonais a perdu entre 6 et 7% par rapport au dollar EU et au deutsche mark, du fait surtout d'une baisse des taux d'intérêt à long terme au Japon.

Depuis le premier trimestre de 1990, les monnaies de la bande étroite du mécanisme de change ont évolué à l'intérieur d'une fourchette de 1%, à l'exception de la lire italienne qui a rejoint les autres monnaies en août. Si en septembre et en octobre la largeur totale de la bande était revenue à moins de 0,5%, elle atteint près de 1% depuis novembre, et même davantage début décembre.

La principale raison de l'étranglement de la bande avant novembre 1990 était la faiblesse du deutsche mark, dans le sillage de la réunification de l'Allemagne. Durant cette période, d'autres pays ont saisi l'occasion d'abaisser leurs taux d'intérêt ou d'effectuer des interventions à l'achat lorsque les conditions s'y prêtaient.

La situation s'est modifiée au début de novembre par suite de l'accroissement de 0,5 point du taux lombard en Allemagne. Bien que la Deutsche Bundesbank ait considéré cette mesure comme un ajustement technique, le marché l'a interprétée comme un signe de la poursuite d'une

politique monétaire rigoureuse. En conséquence, les taux du marché monétaire à court terme ont commencé à se tendre et les opérateurs s'attendaient à de nouvelles hausses. Le relèvement des taux d'intérêt allemands a eu un fort impact sur les autres monnaies du mécanisme de change; dans plusieurs pays membres, les taux directeurs ont également été relevés. Dans quelques pays, la hausse a été contenue au moyen d'interventions à la vente. Au total cependant, toutes les autres monnaies du mécanisme de change se sont affaiblies par rapport au deutsche mark.

Le Groupe de surveillance a conclu que la situation n'est désormais plus aussi calme que précédemment, que les tensions demeurent néanmoins modestes et qu'il est toujours indiqué de suivre une politique souple recourant à l'ensemble des instruments disponibles. Au cas où les taux d'intérêt en Allemagne continueraient de monter, les autres pays du mécanisme de change se verraient obligés soit de laisser leurs taux d'intérêt s'accroître, en présence d'une activité économique d'ores et déjà faible, soit d'intervenir massivement, soit encore de laisser les taux de change fluctuer à l'intérieur des limites.

En Allemagne, en dépit d'une augmentation de plus de 0,5 point depuis le début du mois de novembre des taux d'intérêt à court terme, les taux à long terme se sont légèrement inscrits en baisse. Des facteurs saisonniers sont en partie à l'origine de la hausse des taux courts, mais il semble peu probable que les taux d'intérêt allemands soient abaissés dans un proche avenir. Compte tenu de la croissance vigoureuse de l'économie allemande et des nouvelles négociations salariales en cours, il a été estimé important de démontrer aux parties concernées que les revendications salariales excessives ne peuvent pas être satisfaites. Le niveau élevé du déficit budgétaire est également à l'origine de la hausse des taux d'intérêt, mais il ne s'accroît plus désormais et l'on s'attend qu'il se maintienne au niveau mensuel actuel en 1991, puis enregistre une baisse en 1992.

Les taux d'intérêt néerlandais et le florin ont reflété les événements qui se sont produits en Allemagne. En Belgique, le taux de change s'est quelque peu affaibli, malgré quelques interventions et la hausse des taux d'intérêt à court terme. En France, les taux courts sont demeurés stables en novembre, tandis que les taux longs ont continué de baisser. En conséquence, l'écart de taux d'intérêt vis-à-vis du deutsche mark s'est réduit à 1,0 point, ce qui a provoqué un léger recul du taux de change.

Récemment cependant, les taux courts ont recommencé à monter. La lire italienne a été soumise à quelques tensions en novembre, qui ont toutefois été neutralisées par des interventions et un relèvement des taux d'intérêt à court terme. L'écart de taux d'intérêt par rapport au deutsche mark s'est considérablement élargi. La lire s'est affaiblie début décembre sous l'effet, là également, de la vigueur du deutsche mark.

La livre sterling a enregistré des fluctuations relativement amples en raison de la situation politique. Sans l'appartenance de la livre au mécanisme de change du SME, les variations auraient probablement été plus importantes. A noter l'évolution parallèle de la livre et de la peseta. Cela peut être attribué au fait que dans les deux cas les taux d'intérêt sont élevés et, par conséquent, ces deux monnaies sont influencées dans une certaine mesure par des facteurs semblables sur les marchés internationaux des capitaux. Le taux de change effectif de l'escudo portugais s'est apprécié de plus de 1,5 point au cours des deux derniers mois, alors que normalement les autorités conduisent une dépréciation de 0,5 point environ. Si les interventions ont cessé pendant quelque temps, les achats ont repris à partir de la fin du mois de novembre, pour limiter l'appréciation de l'escudo.

2. Exposé de M. Rey

Les Suppléants ont mis l'accent sur le caractère hautement imprévisible des perspectives d'évolution du dollar EU. D'un côté, la faiblesse de l'économie américaine et la fragilité financière en général laissent présager de nouvelles baisses des taux d'intérêt, d'où la possibilité d'un nouvel élargissement de l'écart de taux d'intérêt négatif par rapport au deutsche mark et d'une dépréciation supplémentaire du dollar EU sur les marchés des changes. D'un autre côté, compte tenu des autres problèmes importants auxquels doivent toujours faire face les autorités américaines, la marge de manoeuvre pour une réduction supplémentaire des taux d'intérêt est limitée et les tensions à court terme sur le dollar américain peuvent être contrebalancées par les perspectives d'appréciation à plus long terme du dollar. D'ailleurs, l'incidence des événements du Golfe et de l'évolution des prix pétroliers sur le dollar EU, en eux-mêmes imprévisibles, a été très difficile à évaluer, ce qui a renforcé l'incertitude entourant les perspectives d'évolution du dollar EU. L'on craint dans une certaine mesure l'apparition, après le dénouement des opérations d'habillage de bilans de

fin d'année, de nouvelles pressions à la baisse. Certains Suppléants sont d'avis que, dans ces conditions, un réexamen du processus de coordination des politiques économiques s'impose. D'autres Suppléants mettent en doute le caractère constructif d'un tel processus dans les conditions actuelles. Il convient de surveiller très attentivement la situation.

Le mécanisme de change est plus visiblement affecté à présent par les divergences croissantes en matière d'activité économique entre les pays de la Communauté. Tandis que la demande interne est en pleine expansion en Allemagne sous l'influence de l'unification, un ralentissement est progressivement perceptible dans d'autres pays. Les Suppléants ont examiné les répercussions de cette évolution sur les perspectives au sein du mécanisme de change et pour le dosage approprié des politiques à mettre en oeuvre. Il est généralement estimé que le relèvement récent des taux d'intérêt à court terme, bien qu'influencé par des facteurs saisonniers, ne sera sans doute pas inversé. Il n'est pas jugé souhaitable non plus, dans les circonstances actuelles, que la Deutsche Bundesbank infléchisse l'orientation rigoureuse de sa politique. Il est noté qu'en 1991 la fourchette-objectif de M3 sera sans doute fixée à 4-6%, ce qui refléterait clairement l'intention de la Deutsche Bundesbank de poursuivre sa politique monétaire rigoureuse. Il est également fait état de la poursuite probable de l'orientation actuelle de la politique monétaire en France.

Le relèvement des taux d'intérêt allemands a placé les autres pays de la Communauté devant un choix difficile: durcir la politique monétaire, en dépit d'une demande interne moins vigoureuse ou faible, ou laisser le taux de change dériver à la baisse dans la bande du SME. Bien qu'on ait assisté à quelques mouvements récemment au sein de la bande, il est estimé dangereux d'utiliser toute sa largeur en raison des anticipations indésirables qui pourraient en résulter. D'un autre côté, le raffermissement du deutsche mark est souhaitable dans la mesure où il facilitera l'indispensable ajustement des comptes courants de l'Allemagne tout en permettant aux autres pays de bénéficier de la vigueur de la demande résultant de la réunification allemande.

Bien qu'il n'y ait pas de méthode simple pour éviter l'apparition de tensions, deux remarques importantes ont été formulées. Premièrement, il convient de s'abstenir de tout comportement susceptible de rendre publiques des divergences sur les priorités des pays membres; après tout, les politiques orientées sur la stabilité doivent demeurer l'objectif commun.

Deuxièmement, il est nécessaire de réexaminer le caractère approprié du dosage des politiques mises en oeuvre, en particulier sur le plan budgétaire, et il est largement admis que le nouveau gouvernement allemand a tout intérêt à s'engager sur la voie de mesures destinées à réduire le déficit budgétaire et à soulager ainsi la politique monétaire d'une charge qui serait autrement trop lourde.

Les Suppléants ont également examiné brièvement la position de la lire et de la livre sterling dans le mécanisme de change. Le Suppléant italien exprime sa satisfaction devant la situation actuelle de la lire, qui s'est stabilisée à présent suite à des interventions massives et à un relèvement considérable des taux d'intérêt à court terme. Le Suppléant du Royaume-Uni se déclare encouragé par l'évolution de la livre, qui a assez bien surmonté les récents événements politiques, probablement mieux qu'en l'absence d'une appartenance au mécanisme de change. L'économie britannique montre maintenant des signes manifestes d'affaiblissement, tandis que les indices des prix seront meilleurs dans les semaines à venir. Il pourra en résulter une intensification des pressions à la baisse des taux d'intérêt, toute décision à cet égard devant néanmoins tenir compte de la position de la livre au sein du mécanisme de change.

Le Suppléant portugais commente l'accord passé entre les banques, le gouvernement et la banque centrale, qui vise à éponger l'excès de liquidité dans le système bancaire et à éliminer tout plafonnement direct du crédit. Il souligne qu'il est de plus en plus difficile de libéraliser les entrées de capitaux mais note, à cet égard, que l'on peut s'attendre à l'adoption de mesures en temps opportun.

Le délégué grec présente les orientations de la politique monétaire de son pays pour 1991 dans le contexte d'un plan de stabilisation budgétaire fort ambitieux actuellement à l'examen devant le parlement grec.

3. Discussion par le Comité

Le Président déclare que les autorités semblent être confrontées à un dilemme. Les taux d'intérêt en Allemagne demeureront assez élevés pour les raisons bien connues. Il ajoute que la hausse récente des taux d'intérêt à court terme est en grande partie due à des facteurs saisonniers, dont l'incidence ne se fera plus sentir en janvier. Cependant, la politique monétaire doit demeurer ferme et, en l'état actuel des choses, il n'y a guère de marge de manoeuvre en matière de taux d'intérêt. Deux problèmes

peuvent donc se poser. Premièrement, l'écart de taux d'intérêt entre le dollar EU et le deutsche mark peut s'élargir, avec, par conséquent, un nouvel affaiblissement possible du cours de change du dollar par rapport au deutsche mark. A cela s'ajoute la question de la coordination dans le cadre du Groupe des Sept. Mais il s'agit surtout de savoir sur quoi doit porter la coordination. La situation est actuellement fort différente dans les divers pays du Groupe des Sept et le Président a l'impression que l'élargissement actuel de l'écart de taux d'intérêt doit être toléré. Une possibilité consisterait à procéder à des interventions, mais cette décision appartient aux autorités américaines qui, jusqu'à présent, se sont abstenues de toute action. Deuxièmement, il y a la question du mécanisme de change du SME. La stabilité qu'il a procurée au cours de ces dernières années ne doit pas être considérée comme acquise pour toujours. Certains pays souhaitent - pour de bonnes raisons - abaisser les taux d'intérêt; quelle sera la réaction des marchés aux modifications des taux de change qui pourraient en résulter?

M. de Larosière déclare que le coeur du problème est la nécessité d'obtenir un dosage satisfaisant des politiques mises en oeuvre, en vue de s'acheminer vers une plus grande stabilité au sein du mécanisme de change du SME. Les développements récents au niveau des politiques anti-inflationnistes ont d'ores et déjà renforcé la crédibilité et permis un certain rétrécissement des écarts de taux d'intérêt. Cependant, l'évolution à court terme pourrait s'écarter des principes fondamentaux et il faudrait donc veiller à ne pas permettre des mouvements trop brutaux, susceptibles de compromettre la stabilité globale à plus long terme. De plus, si l'on recourait trop fortement à la politique monétaire pour combattre l'inflation en présence de déficits budgétaires élevés, on aurait tendance à privilégier automatiquement l'instrument des taux d'intérêt. Compte tenu de la conjoncture fort contrastée observée actuellement - vive expansion de l'économie allemande mais décélération dans d'autres pays d'Europe - une nouvelle hausse des taux d'intérêt allemands compliquerait grandement la situation, même avec un recul de l'inflation. Il inviterait donc instamment le nouveau gouvernement allemand à comprendre, pour en tenir pleinement compte, les relations entre les divers pays, en ce qui concerne spécialement le déficit budgétaire élevé de l'Allemagne. Si une union monétaire devait se créer, la question du dosage global des politiques à mettre en oeuvre et le cadre macro-économique de la Communauté devront être examinés

globalement. La question du dosage des politiques entre l'Allemagne et le reste de la Communauté, les Etats-Unis et le Japon revêt une importance fondamentale.

M. Leigh-Pemberton partage les vues de M. de Larosière. L'économie du Royaume-Uni connaît un fort ralentissement et il y a de vives pressions en faveur d'une réduction des taux d'intérêt nominaux pour mettre l'économie réelle à l'abri d'une contraction dangereuse. Si le Royaume-Uni n'était pas assujéti à d'autres contraintes, les autorités auraient souhaité voir les taux d'intérêt abaissés en vue d'aider l'économie réelle. L'autre point à prendre en considération est l'inflation élevée, qui va bientôt s'atténuer et ne se posera donc plus avec la même acuité que jusqu'à présent. Cependant, la livre sterling s'est affaiblie dans la bande large du mécanisme de change. Sa position peut s'expliquer d'abord par la pression de l'économie réelle et par l'anticipation d'un abaissement des taux d'intérêt par les autorités, ce qui a amené une dépréciation du taux de change. Ensuite, les opérateurs sur les marchés londoniens sont malheureusement persuadés que le gouvernement ne s'engage pas pleinement en faveur du mécanisme de change du SME et qu'il est prêt à un réajustement de sa monnaie pour permettre une politique monétaire plus souple. M. Leigh-Pemberton ne pense pas que cela ait des chances de se produire. Le dilemme est que, du fait de la position de la livre sterling au sein du mécanisme de change, les possibilités de réduire les taux d'intérêt nominaux sont limitées. Ce qu'on peut redouter, c'est que des tensions en provenance d'autres secteurs du mécanisme de change pourraient rendre une baisse des taux d'intérêt de plus en plus difficile, à un moment où il conviendrait probablement de les réduire pour d'autres raisons. La situation du Royaume-Uni est semblable à celle de la France.

M. Ciampi déclare que l'assouplissement de la politique monétaire aux Etats-Unis risque de provoquer un nouvel accès de faiblesse du dollar, même si les marchés estiment que ce dernier est actuellement sous-évalué d'un point de vue commercial. Dans le cas du deutsche mark, il importe que les marchés se rendent compte que la Deutsche Bundesbank n'a pas l'intention de relever les taux d'intérêt. Tout élargissement de l'écart de taux d'intérêt allemand entraînera probablement des tensions supplémentaires au sein du mécanisme de change et, dans ce contexte, il prend acte des observations du Président, selon lequel les relèvements actuels peuvent être attribués en partie à des influences saisonnières susceptibles de

disparaître au début de 1991. La situation est extrêmement fragile; ainsi, l'annonce de la tenue prochaine d'une conférence de presse de la Deutsche Bundesbank a suffi pour déclencher des tensions, notamment en Italie. Toutes ces questions devraient être examinées par le Groupe des Sept au cas où il se réunirait dans un avenir pas trop éloigné. En Italie, la solution qui sera apportée à la crise du Golfe constitue un facteur critique en raison de la dépendance nationale du pétrole. En outre, les réserves de change de l'Italie ont été soumises à de fortes pressions récemment: durant les vingt premiers jours de novembre, les sorties ont représenté \$EU 5 milliards. L'incidence immédiate sur la liquidité interne a été une hausse des taux d'intérêt à court terme, qui a permis d'atténuer ensuite les tensions. Celles-ci se sont de nouveau intensifiées au début de décembre du fait de la fermeté du deutsche mark. La situation en Italie demeurera délicate tant que la nouvelle loi de finances ne sera pas approuvée par le parlement. M. Ciampi espère qu'elle le sera avant la fin de l'année; son adoption constituera un pas dans la direction de la réduction du déficit budgétaire. Une autre question qui se pose concerne les négociations salariales et, à cet égard, les syndicats viennent d'annoncer une grève pour le 20 décembre; dans ce contexte, il importe de maintenir coûte que coûte, comme point de référence, la stabilité du taux de change durant cette période.

M. Hoffmeyer déclare que le Danemark se trouve dans une situation semblable à celle de la France et du Royaume-Uni. Le relèvement des taux d'intérêt allemands n'a pas été suivi au Danemark. L'écart de taux d'intérêt a été réduit de moitié et ramené à près d'un point; cependant, on estime que la marge ne peut guère être réduite davantage. En conséquence, le Danemark devra probablement s'aligner sur toute nouvelle hausse des taux d'intérêt allemands, ce qui le met dans une situation inconfortable.

M. Doyle exprime des points de vue semblables à ceux de M. Hoffmeyer. Il a le sentiment que les marchés se sont habitués - et les banques centrales de la Communauté se sont montrées trop complaisantes - aux tendances récentes de la convergence et que toute modification apparente dans la direction opposée pourra se traduire par une réaction défavorable des marchés, d'une ampleur exagérée. Il ajoute que, dans ces conditions, il sera difficile d'envisager d'utiliser pleinement la largeur de la bande au sein du mécanisme de change étant donné qu'une telle mesure serait mal interprétée par les marchés. En outre, compte tenu du niveau élevé du chômage en Irlande, une hausse des taux d'intérêt ne serait guère

bienvenue. Plus préoccupant encore, notamment sous l'angle commercial, est la récente tendance à la baisse de la livre sterling du fait, en particulier, de sa grande marge de manoeuvre au sein du mécanisme de change.

M. Rubio déclare que la peseta s'est également affaiblie au cours de ces dernières semaines, mais que ce mouvement n'est pas spécifiquement lié à la hausse des taux d'intérêt allemands. Le recul se poursuivra probablement dans un avenir proche et certainement tant que demeureront en place les restrictions actuelles sur les dépôts des non-résidents. On s'attend qu'un certain nombre de ces restrictions soient levées vers la fin de l'année, ce qui permettra alors à la peseta de s'orienter dans une direction plus positive. L'objectif actuel vise à maintenir la peseta dans la partie supérieure de la bande du mécanisme de change à titre de contribution à la politique anti-inflationniste. La situation économique s'est détériorée et une réduction des taux d'intérêt peut s'imposer d'ici quelque temps en vue de stimuler l'économie. Les négociations salariales qui seront engagées au printemps revêtiront une grande importance et auront une incidence directe sur l'économie; il est espéré que les relèvements se situeront aux alentours de 6 à 7%.

M. Duisenberg déclare s'associer aux observations des orateurs qui viennent de s'exprimer. Il demande si la hausse saisonnière est semblable à celle des années précédentes et s'il y a des mesures techniques auxquelles peut recourir la Deutsche Bundesbank pour limiter de tels effets.

M. Tavares Moreira déclare que l'escudo s'est apprécié en termes effectifs au cours des derniers mois. L'économie portugaise continue à afficher une très bonne santé et la croissance est entrée dans sa sixième année, la moyenne annuelle se situant à 4,5% du PIB. La maîtrise de l'inflation, qui constitue à n'en pas douter le principal problème auquel va faire face l'économie, est considérée par la classe politique comme la contrepartie de la croissance économique. La nouvelle politique de taux de change a cependant été grandement confortée par la situation favorable de la balance des paiements courants, laquelle fait apparaître un léger excédent en 1989 (0,1% du PIB), selon les derniers chiffres révisés, et devrait se solder en 1990 par un déficit bien plus faible qu'initialement prévu (environ 1% du PIB). Comme en Espagne, l'application de mesures de contrôle aux flux de capitaux à court terme a été nécessaire pour protéger l'économie contre d'importantes entrées de capitaux. En liaison avec le Trésor et

les banques résidentes, le Banco de Portugal a prélevé récemment près de \$EU 8 milliards sur le marché au travers d'une émission publique. Les trois quarts du produit de cette opération serviront à rembourser par anticipation l'ensemble de la dette publique détenue par la banque centrale et le reste permettra d'amortir, également par anticipation, la dette extérieure du secteur public. Il en résultera une contraction du volume de la liquidité détenue par les banques et une plus grande efficacité de la politique monétaire. En janvier 1991, un nouveau système de contrôle monétaire indirect sera mis en oeuvre.

M. Verplaetse dit que la situation en Belgique est relativement satisfaisante. Les accords pour les deux prochaines années prévoient un relèvement des salaires de 0,3% seulement en termes réels. La balance des paiements courants de la zone de l'UEBL enregistrera un excédent égal à 2% du PIB. Il signale que les autorités n'ont pas réagi de façon adéquate aux hausses récentes des taux d'intérêt allemands en raison de la confusion entre phénomènes techniques et saisonniers.

M. Chalikias déclare que les objectifs monétaires de la Banque de Grèce ont été annoncés deux mois plus tôt que précédemment, en vue de fournir sans tarder des signaux aux marchés et de souligner la cohérence de la politique monétaire avec les politiques en matière de budget et de revenus. Les objectifs monétaires et de crédit pour 1991 sont compatibles avec la volonté du gouvernement de ramener l'inflation à la fin de 1991 à un rythme annuel inférieur à 17%, contre un taux estimé à 23% pour 1990. Le taux d'accroissement de M3 a été fixé à 14-16%, contre un résultat estimé à 17% en 1990. L'expansion du crédit interne du secteur privé sera de 14%; la progression du crédit interne total devrait se ralentir sensiblement à 12,5-13,5%, comparé à un chiffre estimé à 18% pour la période de douze mois se terminant en novembre 1990. Le besoin de financement du secteur public doit enregistrer une baisse de 5 points selon les prévisions, pour s'établir à 13,5% du PIB, et les relèvements des salaires nominaux du secteur public seront inférieurs à 10%; cela implique une forte contraction des salaires réels des employés du secteur public. On ne s'attend pas à un écart significatif entre les relèvements des salaires nominaux du secteur privé et ceux du secteur public. L'orientation de la politique monétaire et des changes contribuera à ce résultat. Ainsi, une réduction substantielle de l'inflation générale est réalisable en 1991 sous l'effet du resserrement

de la politique budgétaire ainsi que de l'évolution favorable des coûts de main-d'oeuvre. Les objectifs monétaires ont également tenu compte de l'incidence sur la demande de monnaie au sens large des nouveaux instruments financiers qui ont été introduits pour financer le déficit de l'Etat et de la désintermédiation financière croissante. M. Chalikias a annoncé que le gouvernement grec a demandé un prêt communautaire pour soutenir la balance des paiements; ce prêt sera nécessaire pour renforcer la crédibilité du programme triennal d'ajustement et de stabilisation.

Le Président souligne que la situation créée par la politique budgétaire de l'Allemagne constitue un problème non seulement pour ce pays mais aussi pour le SME. Il pense qu'il est nécessaire que les autorités politiques allemandes soient pleinement conscientes de l'incidence d'un déficit aussi élevé (5% du PIB) sur les partenaires de l'Allemagne et le fonctionnement du Système. Ces observations devront être également présentées à la séance ECOFIN et à la réunion du Groupe des Sept. L'accroissement du déficit est dû, principalement, aux versements courants au titre des indemnités de chômage, de pension, etc., et aux dépenses d'infrastructure en Allemagne de l'Est. Les importations de l'Allemagne sont en augmentation, ce qui sera utile pour les pays de la Communauté; cependant, si ce mouvement devait se poursuivre, l'accroissement sensible du déficit pourra modifier l'économie de l'Allemagne dans son ensemble. Un autre facteur important est lié aux négociations salariales, avec des revendications atteignant 10%. Cette évolution doit être examinée en liaison avec le transfert de ressources réelles à l'Allemagne de l'Est, où les salaires augmentent de 20 à 30% à partir, il est vrai, d'un faible niveau.

L'expansion monétaire s'accélère également. L'accroissement prévu en liaison avec l'unification se chiffrait à environ 10%, mais se situe en réalité plus près de 15%. Malgré cela, l'inflation demeure faible; abstraction faite du facteur pétrolier, la hausse se situe aux alentours de 2,5%, du fait en partie du recul des prix à l'importation. En dépit de la situation générale, les taux d'intérêt à long terme ont légèrement fléchi ces derniers temps, les marchés demeurant confiants dans la détermination des autorités à lutter contre l'inflation. La hausse des taux d'intérêt à court terme sur le marché monétaire peut être attribuée principalement aux opérations d'habillage de bilans des banques en fin d'année, qui avaient provoqué des perturbations et des malentendus les années précédentes. Il

convient d'y ajouter l'influence de la Deutsche Bundesbank, qui n'avait d'autre choix que de poursuivre une politique monétaire restrictive.

Si l'on part du principe que la croissance économique dans tous les autres pays du SME connaîtra un ralentissement et que toutes les autres banques centrales ont de bonnes raisons de souhaiter réduire les taux d'intérêt, on se trouve en présence d'un véritable dilemme. Le rétrécissement de l'écart de taux d'intérêt est justifié si l'on admet qu'il n'y aura pas de variation des taux de change. Dans ce cas, il n'exclut pas la possibilité de voir les taux d'intérêt dans d'autres pays de la Communauté s'établir à un niveau plus faible qu'en Allemagne, compte tenu notamment de l'importance du déficit budgétaire. Cependant, le marché pourrait changer d'attitude au sujet d'une éventualité de réalignement.

VI. 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 1990

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

VII. Cadre commun de surveillance des politiques monétaires

1. Déclaration de M. Raymond

M. Raymond déclare qu'il s'agit du premier exercice ex ante de coordination. Le Sous-Comité de politique monétaire a mené ses travaux sur la base des conclusions du Rapport spécial du Groupe d'Experts sur la "Mise en place d'un cadre commun de surveillance des politiques monétaires", daté de mai 1990, et des conclusions d'une note préparée en septembre 1990 par l'Unité économique du Comité des Gouverneurs. Il souligne que ce rapport est le premier exemple de coopération entre le Sous-Comité et l'Unité économique et qu'il a démontré la complémentarité de ces deux organes.

a) Difficultés rencontrées dans la préparation de l'exercice ex ante

Le Sous-Comité a connu deux sortes de difficultés dans la préparation du rapport. En premier lieu, il a été confronté à un nombre d'incertitudes de caractère exceptionnel. L'unification de l'Allemagne a fait naître des doutes au sujet de la croissance, de la balance des paiements et

de la poursuite de la stabilité des prix en 1991. L'économie dans son ensemble a subi un choc du fait de la crise du Golfe et de la hausse récente des prix pétroliers. Certaines incertitudes persistent concernant l'interprétation des agrégats monétaires. Dans plusieurs pays, comme la France et l'Espagne, la définition et le contenu de ces agrégats sont en cours de révision. La préparation des prévisions pour 1991 a été plus difficile que prévu. En second lieu, le Sous-Comité a relevé quelques imperfections d'ordre méthodologique, principalement causées par l'attitude des banques centrales de la Communauté qui ont agi avec une certaine indépendance, l'information étant, de ce fait, hétérogène. A l'inverse, les participants n'ont pas suffisamment puisé dans les informations disponibles auprès de leurs collègues des banques centrales. Ainsi, un manque de coordination apparaît entre diverses hypothèses concernant les évolutions hors de la Communauté. Ces insuffisances doivent être corrigées; M. Raymond recommande à cet effet qu'une réunion technique soit organisée à l'automne de l'année prochaine pour convenir de la formulation d'une série d'hypothèses de travail. Il suggère en outre que chaque banque centrale prenne en compte, lors de la préparation de ses propres prévisions, les taux de croissance et d'inflation attendus dans les pays voisins.

b) Stratégies pour 1991

En ce qui concerne l'analyse des stratégies pour 1991, les banques centrales ont été très scrupuleuses dans leurs intentions de politique monétaire. Aucune n'envisage de détendre sa stratégie à cet égard en 1991. Il n'y aura pas de relâchement motivé par le renchérissement du pétrole ou, en Allemagne par exemple, par le coût de l'unification. Il existe en outre une plus grande conscience des risques liés à d'amples déficits budgétaires. M. Raymond rappelle que l'on a proclamé l'intention de rectifier la situation anormale connue en 1989-90 par certains pays comme la Grèce, l'Italie et le Portugal. L'Espagne a déjà accompli des efforts considérables dans cette direction. Par ailleurs, l'Allemagne enregistre maintenant un déficit budgétaire beaucoup plus important, devant lequel la Deutsche Bundesbank a réagi d'une façon tout à fait orthodoxe. Néanmoins, s'agissant du résultat global de la politique monétaire, on constatera une amélioration dans certains pays et une détérioration dans d'autres. Le Sous-Comité estime qu'en 1991 la pression des déficits budgétaires dans l'ensemble de la Communauté sera identique à celle de 1990.

Il semble que la convergence sera plus grande en 1991 qu'en 1990, ce qui indique une inflexion de la tendance. Cette amélioration favoriserait un degré accru de stabilité des taux de change. Toutefois, la situation est en équilibre instable. Dans les pays à taux d'inflation élevé, l'abaissement de ce taux repose sur une correction attendue de la politique budgétaire. En outre, ces mêmes pays sont plus sensibles aux chocs pétroliers, surtout dans la mesure où il y existe des mécanismes d'indexation.

Les objectifs publiés dans les quatre principales économies sur le continent semblent compatibles avec un plus haut degré de convergence des niveaux des prix et avec la stabilité des taux de change.

M. Raymond déclare qu'en 1991 on notera des progrès sur la voie du ralentissement du rythme global d'inflation au sein de la Communauté, en raison principalement d'une baisse dans les pays à taux élevé. Il reste cependant beaucoup à faire avant de réaliser une véritable convergence. Dans les pays à taux d'inflation bas, il y aura probablement une détérioration en 1991 par rapport à 1990. La diminution globale du rythme d'inflation prend en compte le repli des taux hypothécaires au Royaume-Uni après leur hausse en 1990. Il reste à savoir par ailleurs si les pays à taux d'inflation élevé pourront effectivement atteindre les objectifs ambitieux qu'ils se sont fixés pour 1991.

c) Conclusion

M. Raymond tire les conclusions suivantes:

- le Sous-Comité souhaite améliorer sa méthodologie et sa technique; à cet égard, il devrait exister une plus large coopération avec l'Unité économique;

- dans les quatre grandes économies, on oeuvre actuellement à l'amélioration de la qualité des indicateurs quantitatifs, ce qui a également fait l'objet d'un document diffusé récemment par l'Unité économique; cette dernière devrait, avec un petit nombre d'experts du Sous-Comité, se consacrer à cette question au printemps;

- en ce qui concerne la mise en oeuvre de la politique monétaire, les objectifs pourraient ne pas être atteints dans tous les pays. Il existe un certain nombre d'incertitudes, comme les prix pétroliers, l'unification allemande et les politiques budgétaires. Le rapport a recommandé que des

exercices ex post soient nécessairement effectués à plusieurs reprises au cours de l'année.

M. Raymond se demande en outre si les Gouverneurs envisagent de publier une déclaration ou un communiqué, comme cela était proposé dans le Rapport spécial.

2. Déclaration de M. Rey

M. Rey déclare que les Suppléants ont remercié M. Raymond et le Sous-Comité pour la haute qualité du rapport qui a été élaboré dans un environnement global difficile et très incertain; ceci renforce la nécessité de soumettre les objectifs et la mise en oeuvre des politiques à des examens ex post réguliers. Les Suppléants sont favorables à une périodicité de trois ou quatre mois pour ces examens.

Tous les Suppléants ont approuvé la recommandation visant à une orientation restrictive de la politique monétaire. Il est encourageant de noter que le rapport table, pour 1991, sur une réduction du taux moyen d'inflation au sein de la Communauté et sur la perspective d'un plus haut degré de convergence à cet égard, malgré le choc pétrolier. La prudence se justifie cependant pour trois raisons:

- la convergence des taux d'inflation s'explique par la combinaison de meilleurs résultats dans les pays à taux élevé et d'une légère détérioration - qu'on espère temporaire - dans les pays à taux faible;
- la convergence prévue repose largement sur la capacité des pays à taux d'inflation élevé d'atteindre le degré adéquat de discipline budgétaire. Il importe de mettre en oeuvre les ambitieux programmes budgétaires annoncés dans ces pays;
- même si les prévisions pour 1991 se trouvent réalisées, il est important de souligner qu'il subsistera un large écart d'inflation dans la Communauté et qu'il sera nécessaire de le réduire davantage si l'on veut envisager une progression rapide vers l'UEM.

Plusieurs Suppléants ont laissé entendre que le rapport est trop optimiste au sujet de la croissance attendue en 1991 dans la Communauté, et les mises à jour effectuées dans certains cas depuis début novembre font entrevoir un ralentissement de la croissance du PIB en termes réels. Cela

se produirait, en particulier, si l'économie américaine était très faible: on pourrait alors s'attendre à des pressions sur les banques centrales visant à un assouplissement de la politique monétaire. Il a également été noté que les écarts de croissance au sein de la Communauté pourront se creuser davantage si l'Allemagne maintient son rythme rapide alors que les perspectives sont moins brillantes dans les autres pays.

Au sujet de la méthodologie, les Suppléants ont pris note des imperfections recensées par le Sous-Comité, comme le recours, dans les prévisions nationales, à des hypothèses très divergentes pour les prix pétroliers. Les Suppléants ont approuvé les améliorations méthodologiques pour l'exercice prochain recommandées dans le rapport. Il est souhaitable que les banques centrales et l'Unité économique oeuvrent au perfectionnement et à l'harmonisation des agrégats monétaires et, comme il a aussi été souligné, que les travaux s'appuient sur une recherche analytique et économétrique tenant compte du processus continu d'innovation financière. Un Suppléant a insisté pour que, dans un contexte de semi-fixité des taux de change et de liberté des mouvements de capitaux, les agrégats monétaires soient considérés plutôt comme des indicateurs que comme des objectifs. Il a par ailleurs été relevé que l'analyse des contreparties de la création monétaire présentait une haute valeur d'information. L'Unité économique étudie actuellement ces sujets; un document sur l'harmonisation des agrégats monétaires larges est désormais disponible, et une étude sur le rôle des contreparties est attendue prochainement. Les Suppléants examineront lors de la prochaine séance la suite à donner à ces travaux.

Les Suppléants s'en remettent à l'avis des Gouverneurs au sujet du communiqué mentionné par M. Raymond et de la continuation de la pratique qui consiste à transmettre le rapport au Comité monétaire de la CE après discussion par les Gouverneurs et amendement par les banques centrales. Ce rapport sur la coordination ex ante étant le premier du genre, il a manifestement placé davantage l'accent sur l'évaluation et l'estimation des perspectives; il s'est départi des précédents rapports de l'ex-Groupe Raymond, de nature plus conjoncturelle, et contient davantage d'informations sensibles. Il a été observé que, d'une part, éliminer les éléments confidentiels pourrait amputer le rapport d'une bonne partie de son contenu alors que, d'autre part, ne pas le diffuser serait incompatible avec la volonté de conférer une image plus éminente au Comité des Gouverneurs. Il a

également été proposé que le Comité des Gouverneurs adresse le rapport à ECOFIN plutôt qu'au Comité monétaire.

3. Programme de travail de l'Unité économique

M. Baer déclare que M. Raymond et M. Rey ont déjà cité une partie des travaux entrepris par l'Unité économique. Avant d'en faire état, il définit la nature des relations envisagées entre celle-ci et les Sous-Comités. Il estime que l'Unité économique devrait être considérée comme la cellule de réflexion et d'analyse du Comité des Gouverneurs, établissant les fondements analytiques des travaux qui pourraient alors être effectués par les Sous-Comités. Si l'on appliquait ce principe à la consultation ex ante, le rôle de l'Unité économique devrait être de tracer le cadre analytique; les diverses banques centrales fourniraient les données et le rapport serait préparé par le Sous-Comité de politique monétaire. L'Unité économique a déjà élaboré, sur le sujet de la compatibilité des politiques monétaires, une note destinée à faciliter la tâche du Sous-Comité de politique monétaire dans le contexte de la consultation ex ante. La note a pour objet de soulever quelques questions afin de structurer la discussion dans l'optique d'un exercice prospectif; elle a déjà été examinée par les Suppléants qui, tout en exprimant leur satisfaction, ont suggéré que l'accent soit davantage placé sur l'harmonisation des agrégats et l'analyse des contreparties de la masse monétaire. Récemment, un document sur l'harmonisation des agrégats monétaires a été remis aux Suppléants: il examine les agrégats existants, la nature de leurs différences et ce qui peut être fait pour les rapprocher, sous réserve toutefois que leurs caractéristiques économiques n'en soient pas gravement affectées.

M. Baer attire l'attention du Comité sur les conclusions du document et souligne qu'il serait très utile que l'Unité économique établisse des contacts plus étroits avec ses homologues des banques centrales, étant donné que le travail a déjà été entrepris en grande partie, et considérant la taille et la capacité de l'Unité. Une troisième étude, qui sera prochainement diffusée, examine le rôle des contreparties de la masse monétaire et le processus de coordination des politiques.

4. Discussion par les Gouverneurs

Le Président est d'avis que le travail accompli jusqu'à maintenant par le Sous-Comité de politique monétaire et par l'Unité économique a été d'une très haute valeur. Il déclare que la question de la coordination ex ante tout entière est du plus grand intérêt pour la deuxième étape et adresse ses remerciements à tous ceux qui ont été associés aux travaux dans ce domaine. Le Comité remercie M. Raymond et le Sous-Comité de politique monétaire pour la très bonne qualité du rapport, qui a constitué un excellent point de départ de l'exercice ex ante.

M. Ciampi déclare qu'il est très satisfait du travail accompli et se réjouit du degré élevé de coopération entre l'Unité économique et le Sous-Comité de politique monétaire. Il ne souhaiterait pas voir l'Unité économique se limiter à jouer un rôle auxiliaire et il envisage qu'elle prépare également des documents spécifiquement destinés au Comité des Gouverneurs. Au sujet du caractère hétérogène de l'information disponible, il pense que les banques centrales devraient donner ordre à leurs services compétents de veiller à l'amélioration de la situation afin que soit fournie une information complète et cohérente. Ceci signifie probablement que certaines banques centrales devront modifier et accélérer leurs procédures internes, ce qui devrait être fait avant le prochain exercice ex post. Concernant la publication d'un communiqué, M. Ciampi s'y déclare en principe favorable et suggère qu'une telle déclaration fasse référence aux hypothèses fondamentales, particulièrement en matière de politique budgétaire et de revenus; ceci inciterait le public à prendre conscience de la nécessité de la cohérence et de la convergence. M. Ciampi considère que le rapport du Sous-Comité de politique monétaire devrait être adressé à ECOFIN plutôt qu'au Comité monétaire.

M. Rubio estime avec M. Ciampi qu'un communiqué devrait être publié au début de l'année prochaine. Il est essentiel pour le public comme pour les Gouverneurs des banques centrales qu'une déclaration décrive la situation et présente les problèmes auxquels la politique monétaire et la convergence seront confrontées en 1991. Il considère que le rapport devrait être transmis à ECOFIN et non au Comité monétaire, sous réserve que ceci ne présente pas de trop nombreuses difficultés de procédure.

M. Hoffmeyer estime que, en raison des profondes différences d'ordre institutionnel, l'Unité économique ne devrait pas trop se consacrer au perfectionnement des données sur la création monétaire. Il serait

cependant utile d'expliquer pourquoi les objectifs et cibles n'ont pas été atteints. Il estime également que le rapport devrait être transmis à ECOFIN, mais il considère qu'un communiqué à l'adresse du grand public ne présenterait pas d'intérêt.

M. de Larosière déclare que le Comité des Gouverneurs devrait être en mesure de travailler l'année prochaine sur la base d'hypothèses communes et que le Sous-Comité et l'Unité économique devraient poursuivre leurs travaux sur la méthodologie et les agrégats. Les exercices ex post seraient nécessaires, mais il ne s'estime pas capable d'en définir la fréquence. Il est d'avis qu'un communiqué devrait être publié en janvier et se déclare lui aussi favorable à sa transmission à ECOFIN avec une lettre d'accompagnement décrivant le cadre économique général et la base retenue pour les objectifs. Le rapport devrait également parvenir au Comité monétaire. M. de Larosière précise que le Comité des Gouverneurs devrait adopter une opinion unique commune sur ce que devrait être la politique monétaire pour respecter l'objectif de lutte contre l'inflation.

M. Duisenberg se dit moins optimiste que le rapport au sujet des perspectives d'inflation et de stabilité des taux de change. La hausse des prix semblait déjà s'accélérer dans plusieurs pays avant le choc pétrolier. On peut aussi se poser la question de l'évolution des salaires et se demander si le resserrement budgétaire dans certains pays sera suffisant pour atténuer les tensions inflationnistes. Il estime que la hausse des prix et la convergence en la matière pourraient fort bien continuer de se détériorer en 1991, ce qui pourrait avoir une incidence sur la stabilité des taux de change. Si les pressions de la demande se maintiennent en Allemagne et que le dosage des politiques reste déséquilibré, la coordination des politiques de taux d'intérêt pourrait être soumise à rude épreuve. S'agissant des objectifs monétaires pour 1991, il est clair que les niveaux de taux d'intérêt nécessaires pour atteindre ces objectifs dépendront largement, dans quelques pays, de l'évolution effective de l'orientation budgétaire, laquelle devra faire l'objet d'une surveillance étroite. Aux Pays-Bas, la tendance fondamentale de l'expansion monétaire s'est ralentie, revenant de 14% en 1989 à quelque 9% pour les neuf premiers mois de 1990. Parallèlement, toutefois, la création interne de monnaie par les banques s'est fortement accélérée, passant de 4% en 1989 à 14% en rythme annuel au troisième trimestre de 1990. Cette évolution est préoccupante et donnerait inmanquablement lieu à des sorties de capitaux si elle devait se poursuivre.

Quant aux prochains rapports du Sous-Comité, M. Duisenberg est d'avis qu'une plus grande attention devrait être portée à l'évolution des taux d'intérêt, et en particulier aux sources internes et externes d'expansion monétaire, ce qui fournirait un moyen d'évaluer plus à fond la compatibilité des politiques envisagées. Il prend acte avec satisfaction du rapport du Secrétaire Général et indique que le Secrétariat devrait être encouragé à prendre contact et coopérer avec les services de recherche des banques centrales. Pour ce qui est de la publication, le rapport devrait être transmis au Comité monétaire ainsi qu'à ECOFIN avec une lettre d'accompagnement.

M. Leigh-Pemberton déclare que le Comité devrait soigneusement réfléchir aux principaux objectifs de ses travaux et s'assurer que toute publicité qu'on leur accorderait serait compatible avec cette approche. A cet égard, le Comité devrait également penser à la meilleure façon d'influer sur les gouvernements. La publicité doit être envisagée sous deux angles différents. Premièrement, elle peut être destinée à l'information du public en général, et conférer ainsi une plus grande crédibilité pour l'avenir; dans ce cas, il estime que le communiqué devrait s'en tenir aux principes généraux; il s'opposerait à ce qu'il contienne des détails quantitatifs. Deuxièmement, si le Comité des Gouverneurs cherche à influencer sur les autorités budgétaires, il serait plus approprié, selon lui, de le faire par voie privée et non au vu et au su de tous. Le rapport ne devrait pas devenir un document public mais être transmis à ECOFIN et au Comité monétaire; il devrait être, pour les Gouverneurs, un moyen d'influer sur leur gouvernement respectif.

Le Président déclare que, du point de vue de la Deutsche Bundesbank, le rapport serait à considérer comme un document de travail et ne devrait donc pas être publié. Il contient en effet un certain nombre de détails dont la publication n'est pas souhaitable, par exemple les hypothèses concernant les prix pétroliers et les prévisions sur le rythme d'inflation en Allemagne. Il se déclare éventuellement favorable à une diffusion du rapport, sur une base confidentielle, au Comité monétaire et, avec une lettre d'accompagnement, à ECOFIN. Dans l'ensemble, il est cependant opposé à une telle approche, car il estime que le rapport n'est pas suffisamment mûr. Il suggère donc qu'il conserve cette fois un caractère de document interne et que la question soit réexaminée l'an prochain. S'il

était nécessaire de produire une publication, cela pourrait se faire sous forme de rapport annuel, qui offrirait un cadre plus approprié.

VIII. Union économique et monétaire

1. Echange de vues sur la proposition britannique d'institution de l'écu lourd

M. Leigh-Pemberton déclare que le Comité a parfaitement connaissance de cette proposition et que, pour sa part, il est satisfait que les travaux sur cette question soient réalisés, le moment venu, par le Sous-Comité de politique des changes. Il souhaite s'assurer qu'il est convenu que cette proposition sera à l'ordre du jour de la Conférence intergouvernementale à titre de contribution à la période de transition.

Le Président suggère que la proposition d'un écu lourd fasse partie intégrante de la discussion que les Gouverneurs devront tenir à propos de la deuxième étape et qui pourrait avoir lieu lors de la séance de janvier ou de février.

2. Conférence intergouvernementale

M. Rey déclare que, pour ce qui concerne la suite à donner à la réunion informelle ECOFIN, les Suppléants ont distingué trois domaines de discussion. Le Comité des Gouverneurs devrait:

- achever le projet de statuts, sous réserve de délibérations ultérieures;
- établir des relations avec la Conférence intergouvernementale de manière à être en mesure de suivre ses travaux et d'y réagir en cas de besoin, bien que, en l'état actuel des informations disponibles sur l'organisation pratique de la Conférence, il soit difficile de déterminer la procédure adéquate;
- formuler rapidement, compte tenu de l'importance accordée à la période de transition et de l'accent mis au niveau politique sur cette question, son avis sur les aspects monétaires de la deuxième étape.

Suite aux déclarations d'un certain nombre de Gouverneurs, le Comité convient qu'il devrait être représenté par le Secrétariat qui assisterait à la Conférence intergouvernementale en qualité d'observateur. Le Président adressera une lettre en ce sens au Président d'ECOFIN.

Le Président convient que les Gouverneurs devraient, lors de la prochaine séance, procéder à un libre échange de vues sur la deuxième étape.

IX. Autres questions relevant de la compétence du Comité

1. Compensation de l'écu

Le Président déclare que le Conseil d'administration de la Banque des Règlements Internationaux a autorisé la BRI à conclure une convention révisée avec l'Association bancaire pour l'écu. Les principaux amendements concernent la mise en place d'une facilité d'intermédiation et des modifications relatives aux critères d'admission de nouvelles banques de compensation.

2. Rapport annuel du Comité des Gouverneurs, conformément à l'article 3 de la Décision du Conseil (N° 90/142/CEE)

Le Comité convient qu'un projet de rapport portant sur la période de dix-huit mois écoulée depuis le début de la première étape de l'UEM soit présenté au Comité par le Secrétaire Général au début de 1992. Cependant, si la situation au sein du SME devait devenir critique, le Comité aurait la faculté d'adresser à ECOFIN une déclaration spécifique qui pourrait porter sur la question du dilemme des politiques à suivre et comprendre l'essentiel de ce qui figurerait dans le rapport annuel.

X. Date et lieu de la prochaine séance

La prochaine séance ordinaire du Comité se tiendra à Bâle, le mardi 8 janvier 1991 à 9 h 30.

250ème SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS

LE 11 DECEMBRE 1990

Sont présents:

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