

COMITE DES GOUVERNEURS DES BANQUES CENTRALES  
DES ETATS MEMBRES DE LA  
COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE

Confidentiel

Projet

220e SEANCE

BALE, LE MARDI 8 DECEMBRE 1987 A 10 HEURES

---

M. le Président:

Je crois que nous pouvons ouvrir la séance. Premier point de l'ordre du jour: Approbation du procès-verbal de la 219e séance. Etant que le texte de ce procès-verbal ne vous a été envoyé que récemment, nous vous proposons de renvoyer cette approbation au mois de janvier. D'éventuelles propositions d'amendements pourraient être transmises au secrétariat. Premier point: Surveillance des Développements. Je prie M. Dalgaard de bien vouloir présenter son exposé habituel. Donc, ce travail a été préparé par le groupe de M. Dalgaard et ils ont travaillé sur un certain nombre de graphiques et de tableaux qui nous ont été distribués. Je vous remercie M. Dalgaard d'avoir pris cette charge nouvelle.

M. Dalgaard (0027):

Merci M. le Président. Je vais vous faire rapport aujourd'hui de la discussion en matière de surveillance que les experts en matière de change ont tenu hier. Vous vous en souviendrez, juste avant la dernière réunion de votre Comité des gouverneurs, il y a eu des tensions assez graves dans le SME, il y a eu des glissements importants, en particulier de la lire et du franc français, il y a eu des interventions importantes par la Banque de France. Mais ceci a été surmonté grâce en particulier à des initiatives coordonnées en matière de taux d'intérêt: diminution en Allemagne, augmentation en France. Depuis notre dernière séance, le dollar a varié d'une manière irrégulière mais à peu près autour du même niveau. Malgré tout, des records de raffermissement ont été battus encore en Allemagne, aux Pays-Bas, au Japon, en Suisse et en Autriche. Sur le fonds du SME, il n'y a plus de relation dans les positions relatives mais il n'y a pas renversement non plus. Peu d'interventions mais pas d'engagements et de retour en direction de la France. Caractéristiques de la période pour le SME: réductions de taux d'intérêt coordonnées fondées sur la réduction des taux sur le deutsche mark, qui ont permis aux autres pays d'emboîter le pas ou d'accroître le différentiel par rapport aux taux allemands, dans un second temps. Aussi, certaines interventions concertées sur le dollar et cela a dû permettre également de stabiliser quelque peu le taux du dollar; puis des interventions à l'achat par la Banque d'Angleterre dans un but de diversification vendredi dernier et encore des Ecus et des francs français, des Ecus et des liras italiennes et des francs belges ont été achetés par la Banque d'Angleterre, à un moment où il n'aurait pas été (prudent?) (0070) d'acheter du deutsche mark. La plupart des experts ont passé l'essentiel de la séance à discuter des dangers qui pourraient se présenter. Ils sont convenus que

l'essentiel serait une nouvelle baisse du dollar qui pourrait entraîner une tension de nouveau dans le SME. Perspectives: quelle est l'ampleur du danger de raffermissement de notre deutsche mark et d'une chute continue du dollar? Premier argument, il y a déjà une sous-évaluation de dollar, le volume des exportations le montre déjà. Et avec le temps, la balance commerciale en valeur aussi devrait s'améliorer, surtout si le taux du dollar a été en définitive stabilisé, de sorte que l'on ne passe pas toujours sur la pente descendante de la courbe en J. Deuxième argument, le déficit du budget a déjà été réduit. C'est vrai, le plan qui a été convenu avec les chefs du Congrès n'est pas impressionnant. Le résultat par solde devrait consister à maintenir à peu près au même niveau le déficit budgétaire. Comme l'année dernière ce niveau qui a été en fait assez nettement en-dessous du maximum, on a pensé qu'il y avait peut-être un mouvement de déclin temporaire dû à des initiatives fiscales mais il semble que ce déficit va maintenant rester à ce niveau. Quant aux hypothèses sur le budget, peut-être y a-t-il un peu une réaction qui consiste à prendre ces ???? (0104) pour des réalités, c'est-à-dire avec une croissance relativement forte et des taux d'intérêt faibles. A suivre. Quant aux différentiels de taux d'intérêt Europe/USA, bien sûr le fait qu'ils aient été creusés a été utile pour la stabilisation du dollar. La grande question a été de savoir si ce différentiel ainsi creusé durerait. Les experts n'ont pas pensé qu'il serait probable que les Américains décident d'augmenter les taux dans une année électorale et l'on a pensé que s'il y avait une nouvelle tourmente boursière, on risquerait plutôt de faire baisser les taux américains. Les autorités en tous cas deviennent plus sensibles au risque que représente la concentration de leurs avoirs en dollars. La Banque d'Angleterre nous a dit que dans la Presse par exemple l'on a fait des commentaires défavorables à l'occasion des pertes encourues sur les parties de réserves détenues en dollars et on

dit récemment aussi que Taïwan, après les critiques ont visé la Banque centrale, risquerait de changer son fusil d'épaule et que ces diversifications risqueraient d'aggraver le problème du déficit de la balance des paiements américaine. Il est difficile de tirer le bilan de tous ces facteurs qui vont dans des sens divers; on était d'accord cependant pour dire qu'il n'est pas exclu que le dollar américain puisse continuer son déclin. Une nouvelle déclaration des USA pourrait être utile si elle devait contenir plus qu'un voeu appelant la stabilité des cours de change. Mais les experts n'ont pas vu quelles mesures pourraient être trouvées qui seraient acceptables en même temps pour toutes les autorités des grands pays et qui seraient en même temps de nature à emporter la conviction des marchés. Autre état du raisonnement, si le dollar devait en fait décroître encore, est-ce-que cela entraînerait des tensions dans le SME? Là, nous sommes rassurés du fait que le dollar a souvent décliné et que le SME a survécu à ces événements. Les taux actuels du dollars ne rendent pas nécessaires un réalignement aujourd'hui. Mais il y a des différences importantes dans les positions du compte courant, l'Allemagne étant nettement plus vigoureuse ici que les autres pays. Côté allemand, on a déjà pris certainement certaines mesures; dès le 1er janvier il y aura des dégrèvements fiscaux, puis des prêts bonifiés ont été annoncés, ce qui pourrait également être utile. Cependant, on ne peut pas exclure qu'il y ait de nouvelles tensions et ce qui serait particulièrement dangereux c'est s'il y avait des raisons internes qui déclencheraient de telles tensions. On a parlé du rendez-vous électoral en France, ce qui par exemple inquiétant puisque le marché s'attend normalement quand il y a des élections, notamment dans un pays comme la France, à ce que quelque chose se passe ou ne se passe pas, alors qu'il faudrait peut-être que quelque chose se passe. Comment pourrions-nous essayer de neutraliser cela? Nous n'avons pas trouvé plus que ce que nous avons récapitulé la

dernière fois. Les possibilités de réaction sont évidentes: interventions mais pas interventions en faisant cavalier seul. Il y aurait peut-être aussi la possibilité de mieux se concerter si intervention il devait y avoir encore et d'ampleur. Quant à l'exportation de la bande, il n'y a pas beaucoup de réserves, les monnaies faibles sont assez proches du plancher, les monnaies fortes assez proches du plafond. Quant aux taux d'intérêt, nous avons vu là que les variations menées d'une manière coordonnée peuvent être efficaces, mais encore la marge pour une nouvelle baisse des taux est très faible dans un pays comme l'Allemagne qui avoisine des presque zéro. Et dans d'autres pays, si c'était plus que pour une très brève période, des relèvements de taux importants seraient certainement très douloureux. Voilà M. le Président à peu près le résultat de notre exercice de monitoring.

M. le Président (0191):

Merci M. Dalgaard. M. Dini voulez-vous nous dire ce que vous avez pu voir dans le groupe des suppléants hier?

M. Dini: (A ne pas transcrire)

M. le Président (0275):

Merci M. Dini. M. Leigh-Pemberton, s'il-vous-plaît.

M. Leigh-Pemberton:

Oui, je pourrais peut-être le dire maintenant M. le Président, je voulais dire un mot à propos de la position de la livre. Les dizaines de politiques auxquelles nous avons fait face effectivement ont été très bien décrites par M. Dini en réponse au rapport de M. Dalgaard. Je n'ai pas beaucoup à ajouter sur les détails. Ce ne serait peut-être que pour vous dire que le premier objectif de la politique maintenant est de maintenir effectivement la livre à peu près à sa parité actuelle par rapport au deutsche mark et qu'on estime que c'est une discipline anti-inflationniste opportune sans imposer une perte fatale de compétitivité à notre industrie. Simultanément cependant, nous voyons qu'il y a d'autres sens remarquables dans l'économie britannique, certainement avant la tumulte boursière. Et s'il est encore trop tôt pour en apprécier les conséquences, ce premier pointage auprès des membres de la CBI montre un état de confiance ou un état d'esprit assez confiant pour la poursuite des activités (carnet de commande, investissements). Il semble donc que les perspectives de la poursuite de la croissance soient réunies. Mais aussi, en parallèle bien sûr, les pressions inflationnistes qui sont une source d'inquiétude. Nous avons vu effectivement en glissement ici un taux d'inflation qui était inquiétant, les agrégats sont encore très énergiques et on voit ici, mois sur mois, une croissance de demande de £3 milliards. Tout cela pousse à davantage de liquidités dans l'économie. Avec le taux d'accroissement des (month...???) (0310) de 7 3/4%. Vous savez que depuis le 19 octobre nous avons donc opéré trois une baisse des taux, ce n'aurait pas été je crois une chose très naturelle s'il n'y avait pas eu ce tumulte boursier justement. Mais nous avons pensé qu'il fallait faire cela justement pour amortir ces chocs et pour faire oeuvre de coopération. Sur les interventions, nous avons été prêts à intervenir

massivement. Sur les onze premiers mois, les interventions ont totalisé \$23,5 milliards pour freiner le déclin du dollar. C'est quatre fois autant qu'ont fait les Français, deux fois autant qu'ont fait les Espagnols, un peu plus que les Japonais et cinq fois autant que les interventions allemandes. C'est donc pour nous, en voyant ces comparaisons, un gros effort mais nous sommes prêts à faire notre part et nous ne céderons à personne dans notre désir de stabiliser le dollar. Mais je dois reconnaître devant vous qu'une bonne partie de ces interventions visait à stabiliser notre propre cours par rapport au deutsche mark. C'est contre cet arrière-plan que nous avons réfléchi aux manières dont nos interventions pourraient être rendues plus efficaces. Il a été remarqué ces dernières semaines que les tensions sur la livre sont venues l'après-midi en provenance de New York plutôt qu'en provenance de l'Europe; et nous nous sommes demandés si des interventions massives en dollars n'ont pas peut-être émis un signal mal perçu Outre-Atlantique. Hier quand nous avons fini la journée, on nous a dit que la journée a été assez calme sur le marché européen mais après nous avons dû intervenir pour de nouveau \$1 milliard hier soir alors que New York fonctionnait encore. Nous avons donc là un dilemme difficile, je le répète. Il pourrait y avoir ici recours à des interventions en deutsche marks mais il serait aujourd'hui très inopportun d'acheter du deutsche mark, cela déstabiliserait le mécanisme de change et bien que nous n'y appartenions pas, nous ne voudrions pas le gêner et nous ne voulons pas non plus montrer une sorte de super belligérance à l'égard de ce déclin du dollar. Donc, nous avons préféré, comme nous l'avons fait la première fois vendredi après-midi, acheter des monnaies dans la partie inférieure du mécanisme, francs français, francs belges, liras et aussi quelques achats d'Ecus ou interventions en Ecus qui ont été opérées vendredi après-midi, totalisant 270 millions de livres équivalents. C'est une formule que nous

voudrions appliquer encore une fois chaque fois que ce sera nécessaire et que les tensions jouent sur la livre. Voilà donc le dilemme dont il a été fait état, la réponse que nous avons cherché à donner pour en sortir et j'aimerais avoir des réactions de mes collègues à propos du choix que nous avons fait. Quand j'ai parlé de £270 millions en fait j'ai eu un lapsus, c'était l'équivalent de 270 millions de dollars, je répète bien dollars, pour l'Ecu vendredi après-midi. La possibilité d'une réunion des G-7 a été souvent évoquée dans la perspective des turbulences du dollar. Je crois que si nous avions un engagement plus net de la part des autorités américaines d'oeuvrer avec efficacité pour la stabilité de leur propre monnaie, ce serait une perspective plus plausible et je crois qu'il y a une sorte d'inquiétude que l'on manifeste Outre-Atlantique devant l'apparition d'une éventuelle récession mais cela me paraît exagéré et en tout cas pas justifié cet attentisme et ce refus de monnaies des politiques monétaires appropriées et cette inactivité, cette passivité devant l'instabilité des cours de change. Je crois qu'une fois que le travail préparatoire aura été fait que des engagements précis auront été pris, la convocation d'un G-7 serait plus efficace. On peut bien sûr aussi argumenter que la convocation d'une réunion des G-7 serait peut-être le signal donné aux Etats-Unis que tout de suite ils devraient, pour s'y bien préparer, prendre les mesures nécessaires que l'on attend d'eux. C'est aussi une thèse défendable. En tout cas je suppose que tout ce dont nous avons à faire face à des journées et des semaines difficiles et les commentaires et les avis de mes confrères autour de la table, M. le Président, me seraient très utiles.

M. le Président (0394):



Merci M. Leigh-Pemberton. Il me semble que l'on peut estimer que cette expérience que vous faites à Londres à la Banque d'Angleterre est une sorte de préfiguration de votre participation au mécanisme de change ou si vous voulez un exercice avenant peut-être. Sur la question qu'a évoquée M. Leigh-Pemberton, y a-t-il des observations ou des commentaires comme M. Leigh-Permberton vous y a invité?

M. Pöhl (0402):

Je voudrais essayer de répondre aux remarques extrêmement intéressantes présentées par le gouverneur de la Banque d'Angleterre. D'abord pour parcourir et pour expliquer un peu ce que vous avez essayé de dire à propos du montant. En Allemagne, il ne faut pas compter uniquement nos achats de dollars directs, qui effectivement sont bien plus faibles que ce que vous avez fait dans votre palmarès tout à l'heure. D'autres, y compris l'Espagne, font beaucoup plus. Mais je dois dire qu'en Allemagne il faut y mettre les achats de dollars qui ne peuvent pas être assimilés à des interventions, des recettes en dollars venant des investissements que nous avons opéré de nos réserves et d'autres sources. Et bien là, nos réserves en dollars de 1987 ont augmenté de l'autre de \$13 milliards. Je dois ajouter à cela que l'augmentation des réserves résultant de transactions et d'activités à l'intérieur du SME compte aussi. Je dis transactions parce que cela ne signifie pas des interventions actives par la Bundesbank. Mais il y a eu certaines occasions où nous avons été appelés à financer à l'intérieur du SME des interventions faites par d'autres banques centrales partenaires du SME. Donc, l'ensemble du dollar plus les opérations du SME ont fait que nos avoirs ont augmenté de 50% en 1987, de DM 38 milliards pour une seule année.

C'est à peu près l'équivalent de vos \$23 milliards, M. Leigh-Pemberton. Je dois dire que c'est là une évolution que moi j'observe avec inquiétude. Cela signifie en effet que nous fournissons en fait à notre système bancaire de la liquidité à une cadence qui dépasse de loin les chiffres que l'on puisse retenir encore normaux ou appropriés dans des circonstances ordinaires. Je ne crois pas qu'on fournirait en une seule année DM 38 milliards. Bien sûr, cette liquidité peut être de nouveau épongée en réduisant d'autres sources de liquidités, par exemple nous avons réduit les montants de pension et nous avons réduit les quotas de réescompte qui restent encore importants, DM 60 milliards, mais réduits quand même. On peut donc dire que certaines précautions ont été prises pour que la liquidité ne soit pas surabondante. Mais les interventions ne font que refléter me semble-t-il certains mouvements de capitaux et ce qui m'inquiète plus ce n'est pas vraiment les interventions et leurs montants mais les mouvements de capitaux qui se cachent derrière tout cela et qui pourraient affecter, je me prononce prudemment, qui pourraient affecter la politique monétaire allemande si cela devait se poursuivre à cette cadence. J'ai précisé tout cela pour marquer que dans le Système monétaire européen nous avons des obligations d'intervenir et les interventions par la monnaie forte dans le système le cas échéant ont des effets bien sûr très différents de ce que seraient des interventions dans l'autre sens. A propos donc de nos réserves en dollars, n'oublions jamais ces obligations que nous avons au titre du SME; les Américains en font abstraction. Ils connaissent à peine l'existence et n'imaginent pas les contraintes du système pour la politique monétaire. Je voudrais en profiter pour poser une question que j'avais déjà je crois suscitée il y a quelques mois, adressée à ??? (476) britannique et espagnol parce que je crois que là aussi vous êtes intervenus régulièrement. Quelle est votre réponse de politique monétaire à cette situation? Comment croyiez-vous que vous pourriez

mener des politiques raisonnables et continuer à le faire alors que vous êtes submergés d'entrées massives de l'étranger? Ne croyiez-vous pas que cela risque de déclencher des tensions inflationnistes importantes dans votre système? Quelle est la vision de ces choses en Grande-Bretagne et en Espagne respectivement? Un mot encore sur la tendance, comme l'a dit M. Dalgaard, à diversifier les réserves. Je crois que c'est effectivement un problème qui devient grave étant donné que si cela devait être fait plus systématiquement encore, les conséquences en seraient très très sensibles, pas seulement pour le deutsche mark mais pour les autres monnaies membres du SME. Cette tendance à diversifier, à sortir des dollars détenus, le problème du dollar effectivement n'est plus simplement un problème de flux mais un problème de patrimoine maintenant. Et bien, il est clair que les banques centrales accumulent, engrangent des dollars qui finissent par atteindre un montant qui leur paraît dépasser ce qu'elles seraient amenées à détenir normalement. Taiwan par exemple qui a plus de réserves en dollars que l'Allemagne, \$60 milliards, il semble qu'on a annoncé \$65 milliards, cela va si vite qu'on n'arrive plus à suivre le mouvement. Bref, pour différentes raisons parce que l'excédent à titre unilatéral de Taiwan est presque l'équivalent du total des importations sur l'Allemagne en provenance américaine. Donc, Taiwan accumule des dollars en quantités énormes; ils ont laissé leur cours monter un petit peu et pour beaucoup de raisons d'ailleurs ils sont aussi de forts exportateurs sur les USA et aujourd'hui à Taiwan on cherche d'autres possibilités. Il n'y en a pas tant. Une des possibilités sur lesquelles Taiwan pourrait jeter son dévolu serait le deutsche mark justement et nous l'avons déjà noté. Il y a de plus en plus de dollars qui prennent le chemin d'actifs libellés en deutsche marks et il nous est totallement impossible d'influencer de contrecarrer ce mouvement. Un exemple: à notre titre, dans d'autres pays aussi, il y a les choses qui se sont

produites en Grande-Bretagne et je note l'exposé de M. Leigh-Pemberton où également une forme de diversification paraît se produire. Faisons donc très attention, ceux qui ne sont pas membres du mécanisme de change devront vraiment veiller très attentivement à ce que leurs activités signifient aussi bien pour le taux dollar/deutsche mark que pour l'ensemble de notre Système monétaire européen et tous ses partenaires. Donc, un moment où le deutsche mark est fort dans le système, le florin aussi; en d'autres termes, que les autres monnaies partenaires sont relativement faibles, un moment aussi où nous essayons de modérer la tension sur le deutsche mark en faisant baisser les taux d'intérêt, en fournissant une liquidité plus qu'abondante, plus que nous souhaiterions faire d'ordinaire pour stabiliser cet SME, et bien il serait je crois tout à fait contraire à cette action si des banques centres membres du SME oui mais non membres du mécanisme commencent à acheter du deutsche mark. Cela ne s'est pas fait, non. Nous avons été consulté, nous avons déconseillé la chose et tout cela s'est passé dans une parfaite entente et je suis sûr que notre coopération se poursuivra et que l'on exercera cette prudence mais les problèmes restent là et l'éventualité persiste. Il y a aussi la question des interventions en Ecus, parce que quand on en achète, cela signifie que l'on achète dans le panier une bonne proportion de florins et de deutsche marks, ce qui fait près de 50% de ce panier. Ainsi donc, vous ne manquez pas d'acheter au passage aussi 50% de ces monnaies fortes chaque fois que vous faites l'acquisition d'Ecus, et l'effet est semblable. Dans le propos des rapports techniques, il a été dit que les interventions en monnaies de la CEE ne devraient être faites aux acquêts et à la vente qu'après consultation préalable, vous l'avez répété à plusieurs reprises M. Dalgaard dans vos textes du groupe d'experts, cela a été je crois inscrit dans les accords passé. Alors je vous voulais demander simplement à mes collègues si quelqu'un avait l'intention d'acheter des



montants importants d'Ecus aux fins d'intervention, qu'on s'astreigne à observer la même règle, c'est-à-dire pour l'Ecu et pour les monnaies nationales à proprement parlé, en particulier celles qui sont le plus affectées, c'est-à-dire franc français, deutsche mark, florin, les monnaies qui celles qui ont entrèrent fortement dans la pondération du panier. Sinon, les choses vont nous échapper et nous risquons de tomber dans la non-coordination.

Troisième chose M. le Président, j'insiste beaucoup pour que les banques centrales d'Europe qui ne participent pas aux coordinations au titre des G-7, chaque fois que ces pays agissent sur les marchés des changes, de bien vouloir réfléchir à l'objectif principal qui est celui que le G-7 s'est donné avec ses partenaires extra-européens bien sûr. Je m'explique. Nous avons vu des situations où tous nous nous sommes donnés pour consigne d'acheter des dollars, de gros montants, des centaines de millions de dollars, même des milliards de dollars, nous banques centrales, pour stabiliser la monnaie américaine alors qu'en même d'autres banques centrales qui étaient un peu sur la touche, n'étaient pas très informées, je ne sais pas exactement pourquoi, ont fait l'exact contraire, ont saisi cette occasion pour vendre des montants énormes, vendre je dis bien, de dollars. Parfois des accidents comme ceux-là ne sont pas tout à fait évitables mais ce que je voudrais souligner surtout c'est qu'il faudrait s'imposer autant que possible ici une coordination stricte pour éviter de tirer à hue et à dia.

Quant au dilemme, pour y revenir, de la Banque d'Angleterre et simplement dans une vision analytique des choses, j'aperçois trois possibilités. Si vous pensez qu'il ne faut pas que la livre se raffermisse davantage à l'égard du deutsche mark et je suppose pas plus non plus à l'égard du dollar, alors soit vous baissez les taux, mais vous dites c'est difficile parce qu'il y a des pressions qui reprennent qui pourraient être alors renforcées, ou alors vous entrez au mécanisme de change, ce serait plus facile et nous

serions enchantés d'accueillir une monnaie forte supplémentaire pour partager le fardeau. Quant à cette affaire de la réunion des G-7, des conditions préalables à une telle rencontre, ce que les Américains pourraient faire, donner comme gage pour favoriser la tenue d'une réunion ou pour la justifier, dans toute cette affaire budgétaire nous l'avons compris, c'est vraiment le minimum. Si on n'arrive pas à faire cela, ce que plus ou moins la loi Graham-Rudman aurait fait automatiquement, et bien cela ne vaut pas "pipette". Mais je pense qu'aussi bien la Chambre et le Sénat vont en fait confirmer cet accord entre les leaders. Mais il n'y a pas que cela, il faudrait qu'il y ait un engagement, formulé clairement que leurs politiques consistent à s'occuper de la valeur de leur monnaie, qu'ils ne pratiquent plus ce ???(0622), c'est votre monnaie mais c'est notre problème. J'espère que cette attitude américaine qui a longtemps été et qui n'a été abandonnée que pendant de brèves périodes depuis 1971, que cette politique ne sera plus pratiquée parce que nous attendons maintenant cet engagement, cette proclamation que la monnaie américaine des autorités du pays entendent bien la prendre à coeur. En termes monétaires, ce qu'on pourrait faire, ce serait de demander l'avis aux Américains, pour joindre l'acte à la parole, d'utiliser leurs propres réserves d'abord. Toute monnaie qui a une monnaie forte sait comment agir, tout pays qui a une monnaie faible sait très bien aussi ce qu'il faut faire, c'est-à-dire on utilise les réserves dont on dispose pour soutenir sa monnaie faible. Or, peu d'observateurs savent et il serait peut-être bon de le faire savoir, que les Américains en fait possèdent des réserves appréciables de deutsche marks par exemple, 19 ou 20 milliards de deutsche marks qu'ils ont déposé chez nous. S'ils veulent, ils peuvent comme tout autre autorité monétaire s'en servir, vendre des deutsche marks, et ce serait alors une démonstration puissante de leur résolution si c'était rendu public. Mais je suis sûr que le sentiment dans le marché changerait

très vite. Cela ne veut pas dire qu'il faille en même temps aussitôt faire aussi des choses peu populaires, difficiles à un certain moment, tel que relever les taux d'intérêt. Une autre chose d'aller un peu plus loin si ce n'était pas suffisant, on pourrait aux Etats-Unis emprunter en monnaies étrangères, c'est ce qu'ils ont fait à la fin des années soixante-dix, les bons Carter, et je sais que peut-être personne n'aime vraiment refaire cela, mais on pourrait étudier l'expérience des bons Carter et cela a vraiment été une vanne pour les Etats-Unis parce que c'est arrivé exactement au moment où le dollar amorcé son tournant. Ils ont ensuite certainement retrouvé leur bien, c'est certain. Et puis ils ont ensuite aussi revu énergiquement leurs taux, la Fed était tenue active. Donc, ils si ont bien utilisé leurs réserves, et ils en ont, qu'ils ont déclarés qu'ils sont prêts à emprunter des bons Carter et de le faire. Il suffit de joindre l'acte à la parole, il n'a pas besoin de se réunir en conclave des G-7 pour cela.

M. le Président (0664):

Merci M. Pöhl. D'autres interventions? M. de Larosière?

M. de Larosière:

Oui merci M. le Président. Je voudrais dire quelques mots au sujet du débat très intéressant que nous venons d'avoir. Je suis frappé de voir que le Système financier mondial est non seulement déstabilisé par les déséquilibres des balances des paiements courants qui existent dans le monde, mais par le

danger de voir les mouvements de capitaux se déverser sur le système sous le couvert de la notion de diversification. J'ai été très frappé d'entendre les allusions aux pays d'Asie par exemple, Taïwan reste très proche du dollar en ce qui concerne la valeur de sa monnaie et acquiert comme d'autres pays d'Asie une super compétitivité. La tendance de ces pays à se diversifier sur d'autres monnaies, sur la livre sterling, sur le deutsche mark, par exemple, est une tendance qui s'explique par le désir de ces pays d'échapper au risque de change sur le dollar. Mais, ce faisant, ces pays poussent le dollar encore plus bas et, de ce fait, renforcent encore leur compétitivité. Si bien que nous risquons d'avoir un engrenage diabolique dans lequel la sous-compétitivité crée les surplus de balances des paiements dans les pays d'Asie, ces surplus sont ensuite déversés sur les pays à monnaie forte pour éviter à ces pays le risque de change et le processus est ainsi entretenu sans fin ou plutôt jusqu'à la déstabilisation du système. Alors ce danger est d'autant plus grand que les Etats-Unis ne semblent pas dans le moment présent prendre des mesures pour stabiliser leur monnaie et pour restaurer la confiance, donc dans la devise qui est encore la grande monnaie de réserve et d'intervention du monde. Je crois que nous devons être conscients de ce danger, car le danger, comme l'a dit le Président Pöhl, est très sérieux dans la mesure où il n'affecte pas seulement les flux, c'est-à-dire les accroissements de réserve ou de surplus, mais qu'il affecte le stock de dollars lui-même. Alors je suis très préoccupé de cette tendance à la diversification dans les circonstances présentes; je considère que le Système monétaire européen qui a donné depuis quelques mois de bons exemples de concertation et de réactions raisonnées face à la crise mondiale ne doit pas être affaibli dans les circonstances présentes. Or, c'est un mécanisme fragile; il groupe un certain nombre de pays qui ont réussi à rapprocher leur taux d'inflation, à modérer les excès et les



divergences qui avaient pu les caractériser à une époque, mais c'est un système qui est sensible à des chocs extérieurs. Donc toute diversification substantielle vers les monnaies fortes du Système monétaire européen risque de déstabiliser le mécanisme lui-même. Elle risque aussi de déstabiliser l'ensemble européen par rapport au dollar. Autrement dit, nous devons être conscients du double-danger d'une diversification sur les monnaies fortes du système, d'une part une possibilité de désagréger le Système monétaire européen lui-même en faisant créer des tensions à l'intérieur du système et, d'autre part, le danger de voir les monnaies se renforcer exagérément par rapport au dollar, ce qui du point de vue de la compétitivité des économies n'est pas souhaitable. J'en viens donc à me poser la question suivante. Ceux qui sont tentés par le concept de diversification de réserve, comme par exemple nos amis britanniques, et qui ne sont pas à l'intérieur du Système monétaire européen au sens strict du terme, nous invitent à nous poser certaines questions qui leur sont adressées. Une de ces questions est la suivante: s'il y a vraiment surchauffe et risque de tension inflationniste dans un pays comme la Grande-Bretagne, la première question à se poser du point de vue de la politique économique est la suivante: est-ce que le policy mix, ce que les Anglais appelle le "politic mix", est-il adapté aux présentes circonstances et à la volonté de réduire la surchauffe de l'économie. Autrement dit, y a-t-il entre la politique budgétaire et les autres instruments de politique économique et la politique monétaire parfaite adéquation. C'est une question qu'il faut se poser. La deuxième, c'est: peut-on, avec des taux d'intérêt proches de 8 1/2 à 9%, et alors que l'économie va bon train et comme un substrat pétrolier favorable à moyen terme pour les investisseurs, peut-on véritablement échapper à des entrées très fortes de capitaux? Je n'aurai pas l'outrecuidance d'apporter les réponses, mais je crains que dans les circonstances présentes la panoplie

des instruments de politique économique et des taux d'intérêt qui existent actuellement en Grande-Bretagne favorise sans doute l'attraction des capitaux extérieurs dans ce pays avec les conséquences monétaires que cela peut avoir. Je remercie le Gouverneur de la Banque d'Angleterre d'avoir été aussi coordonné vendredi dernier quand il a dû faire face à ce problème de diversification et d'avoir tenu compte, je dirai de manière très haute dans ses priorités, des sensibilités et des risques de dangers qui pouvaient se présenter à l'intérieur du Système monétaire européen. Je suis tout à fait sur la même longueur d'onde que le Président Pöhl sur cette affaire. Il faut que nous fassions très attention. Nous avons des responsabilités que nous soyons à l'intérieur du Système monétaire européen au sens strict ou non, nous avons de grosses responsabilités. Nous ne pouvons rien faire qui rajoute aux causes externes d'instabilité qui menacent notre système. Je remercie le Gouverneur de la Banque d'Angleterre d'avoir pris la tâche de ses collègues et d'avoir en fin de compte procédé à une opération limitée. J'ajouterai que la solution Ecus ne me paraît pas donner une réponse entièrement satisfaisante au problème. Si la Grande-Bretagne était à l'intérieur du Système monétaire européen, elle n'aurait même pas à se poser le problème de savoir si elle pourrait intervenir en deutsche marks ou en guilders. Elle n'aurait même pas à se poser cette question car la réponse serait non. Les seules monnaies dans lesquelles elle pourrait intervenir sont celles qui sont au bas de la marge. Intervenir activement, substantiellement en Ecus, c'est-à-dire en fait acheter 50% des monnaies qui sont au sommet de la marge dans les circonstances présentes, ne me paraît pas être dans l'esprit d'un fonctionnement ordonné et précautionneux du SME, et donc je crois qu'il ne faut pas se dire l'Ecu est la seule solution. L'Ecu est quand même une solution qui est pondérée à hauteur de 50% sur les monnaies fortes. Alors je crois que nous devons être très concertés dans cette

affaire et nous devons presser nos amis américains le plus que nous pouvons pour qu'ils donnent le sentiment, comme le dit le Président Pöhl, qu'ils s'occupent de leur monnaie. Ce qui est grave dans la circonstance présente c'est que le monde a fonctionné sur un étalon dollar, que les stocks en cette monnaie sont considérables. S'ils se déversent sur les quelques alternatives séduisantes qui se présentent dans le monde le système est submergé. Les mouvements de capitaux emporteront toutes les relations de compétitivité normales. Et là nous aurons la récession et probablement pire que la récession. Donc nous devons tout faire pour, d'une part, éviter que l'espace européen soit atteint, je dirais, par nos propres initiatives et, d'autre part, que les Etats-Unis prennent enfin conscience de la responsabilité qui est la leur et dont ils ne peuvent pas échapper, c'est-à-dire de la responsabilité d'un pays qui gère une monnaie de réserve. Nos amis anglais savent ce que leur a coûté cette responsabilité pendant les années qui ont suivi la guerre. Ils y ont probablement beaucoup sacrifié du point de vue de leur croissance économique, et je crois que les Américains doivent aussi se rendre compte que leur monnaie dépasse les limites nationales des Etats-Unis et qu'elle risque de compliquer tout le système. Merci Monsieur le Président.

M. le Président Ciampi (806):

Merci Monsieur de Larosière. Gouverneur Rubio.

M. Rubio: Une petite explication destinée à M. Pöhl à propos de la situation en Espagne. C'est vrai que nous avons des taux d'intérêt élevés. C'est une des raisons pour lesquelles il y a eu un gonflement extraordinaire de nos réserves, ce qui a beaucoup compliqué la gestion de la politique

monétaire. Mais nous faisons face à un dilemme aussi d'une certaine manière. C'est ce que M. Leigh-Pemberton a expliqué par la voie de l'Angleterre, à savoir notre masse monétaire croît fortement et en même temps il y a aussi une activité économique très forte. Cela dit nous avons réussi à ne pas laisser filer les prix vers le haut et nous ne pouvons pas relâcher les rênes en ce qui concerne les taux d'intérêt car cela donnera encore une fois un coup de fouet à la masse monétaire. Nous voyons aussi qu'en cette période, et depuis février d'ailleurs, la peseta s'est raffermie de 5% en termes nominaux par rapport au deutsche mark, ce qui représente une appréciation en termes réels plus forte. Au moment où nous voyons que le déficit de la balance commerciale s'alourdit (le déficit de la balance commerciale cette année sera presque le double de celui de l'année 1986), il faudra faire attention, sinon à moyen terme la balance des paiements en souffrirait beaucoup. Il n'y a pas beaucoup de choix. Je ne pense pas que nous puissions permettre à la peseta de se raffermir encore par rapport au deutsche mark. Il va donc falloir que nous continuions de vivre avec des taux d'intérêt élevés. Je ne vois pas d'autre issue. Je suis d'accord cependant avec M. Pöhl et avec M. de Larosière qu'il est très important dans ces situations de faire une stricte coordination de nos interventions en monnaies. Mais il y a là quelque chose qu'il faut discuter de manière approfondie, cette coordination cependant ne peut pas uniquement porter sur les interventions du marché de change. D'autres éléments de coordination économique s'imposent. Je vous remercie.

M. Duisenberg: (845)

Merci M. le Président. Parlant au nom d'un petit pays à monnaie forte je peux peut-être dire qu'il vaut mieux se taire quand les géants se prononcent

et j'ai écouté bouche bée cette discussion très intéressante. Peut-être une chose concernant ce mouvement vers la diversification. Si la mode taïwanaise, on pourrait aussi dire la mode de Hong Kong ou de Singapour de l'accord de ? qui seraient à peu près dans le même drap, que pouvons nous faire? On pourrait peut-être aussi songer au FMI. L'exercice de surveillance des cours de change du FMI se centre normalement sur les monnaies dites traditionnelles: franc français, sterling, deutsche mark et dollar. Mais le FMI ne regarde pas vraiment dans la direction de l'Asie d'où le danger pourrait venir. Il serait donc bon que nous fassions savoir au Fonds monétaire ce que nous en pensons et que cette surveillance des cours de change, que la vigilance du FMI s'exerce aussi sur les monnaies de ces pays là qui peuvent maintenant devenir menaçants pour notre système.

M. le Président: (862)

D'autres interventions? S'il n'y en a pas ...

M. Leigh-Pemberton:

Je voudrais juste dire quelques mots en guise de réponse mais aussi en guise de remerciement à ceux des gouverneurs qui ont parlé. J'essaierai de grouper les observations faites sous quelques thèmes de chapitre. Le Président Pöhl nous a rappelé les conséquences des interventions massives et les effets sur la situation monétaire interne. Cela montre justement dans toute sa vigueur ce dilemme et on doit se demander ce qui est préférable pour la situation monétaire actuelle: continuer à intervenir comme nous l'avons fait ou bien baisser les taux d'intérêt, chose sur laquelle M. de Larosière a tiré notre attention. Simplement baisser les taux d'intérêt à un effet plus direct, plus immédiat. Dès qu'il y a des tensions inflationnistes cela est peut-être plus visible pour ? Cela fait baisser les taux hypothécaires

des logements et accroît donc les revenus disponibles pour beaucoup. L'intervention, quant à elle, permet de stériliser et c'est notre politique d'ailleurs chaque fois que nous pouvons le faire. Cela n'est pas très facile actuellement, je le conçois, quand on essaie de faire une opération massive de financement du papier d'Etat alors que le marché est tellement sensible, et depuis le 19 octobre nous nous sommes assez retirés de notre surfinancement qui était la règle jusqu'ici du papier d'Etat. Il faut toujours choisir entre ces deux voies possibles et opter pour la meilleure dans la situation du moment. Il faut rester fidèle à notre politique de désinflation tout en essayant de freiner le raffermissement de notre monnaie. Cela étant dit, je vous assure que je suis très conscient des effets sur le SME d'initiatives telles que les nôtres d'un pays en dehors du mécanisme il est vrai. En ce qui concerne les interventions en Ecus je note ici aussi ce qu'ont dit nos collègues. Le fait qu'il s'agit indirectement d'acquérir 50% de monnaies fortes dans le paquet. Oui nous reconnaissons que si l'on intervient en Ecus il faut faire valoir aussi les règles de concertation et nous avons bien entendu le rappel du Président Pöhl, c'est-à-dire que la consultation préalable est de mise aussi dans ce cas. Mais j'espère que vous ne penserez pas que c'est un commentaire cynique ou désabusé que de dire qu'il n'est pas facile d'intervenir massivement en Ecus. Vendredi après-midi nous avons dû nous adresser à plusieurs banques avant de trouver une qui soit prête à coter l'Ecu et je remercie le Gouverneur irlandais car c'est à Dublin que nous avons trouvé une contrepartie. Mais enfin la question de l'Ecu c'est quelque chose que nous risquons de revoir sous un autre point à l'ordre du jour plus tard. Je réplique un instant à ce qu'a dit M. Duisenberg. Je suis entièrement d'accord qu'il faudrait exercer des pressions sur des pays tels que Taïwan, mais le faire par le canal du FMI ne me paraît peut-être pas facile. Taïwan n'est, hélas,



pas membre du Fonds monétaire. Les Sud-Coréens ont, je crois, été soumis à la surveillance du FMI récemment. Hong Kong, un des autres acteurs dans cette région, n'est pas un membre du Fonds monétaire non plus. Je remercie M. de Larosière pour ses paroles en ce qui concerne la coordination que nous avons voulu instaurer. Et je vous remercie M. le Président de m'avoir donné l'occasion de discuter de cette situation qui est la nôtre.

M. le Président: (925)

Mais je crois que M. de Larosière pensait pour vous pas seulement à une action sur les taux d'intérêt, mais aussi au dosage "policy mix", la politique budgétaire. S'il n'y a rien d'autre, avant de m'arrêter ici je ne voudrais pas faire une synthèse des interventions qui me semblent avoir déjà déclenché des répliques, et même des dupliques, très intéressantes d'ailleurs mais retourner là où il y a des signes d'exigence première et cela concerne le travail de nos experts sous la houlette de M. Dalgaard et de nos suppléants. Ils ont déjà commencé un examen attentif des politiques d'intervention et de la politique en matière de réserve. Or cet aspect maintenant de diversification des réserves que nous propose M. Dalgaard aujourd'hui est une pièce maîtresse de la suite des travaux et des réflexions dans ces deux groupes. En fait, à l'heure actuelle, vu de cette salle, nous avons peut-être un système à trois étages. Il y a les pays qui participent dans le SME au mécanisme de change; deuxième étage: ceux qui appartiennent au SME et pas au mécanisme de change et troisième étage les pays du reste du monde, pourrait-on dire. Je crois que ce qui a été dit aujourd'hui implique qu'il faut regarder de très près les interventions et les politiques de diversification des réserves que mènent les pays du deuxième et du troisième étages. Je crois que pour le groupe intermédiaire, ceux qui sont membres du SME et qui n'appartiennent pas au mécanisme de

change, il faudrait qu'il s'impose des règles qui sont celles qui régissent le mécanisme de change, sans y appartenir au moins les respecter et vivre dans leur esprit, et je crois que pour le Royaume-Uni et pour la Banque d'Espagne en particulier c'est cela. Il faudrait que ces pays là, en fait, vivent d'après les principes que se sont donnés les membres effectifs du mécanisme de change. Maintenant encore le gros problème de la différentiation et diversification des réserves de change. Il y a lieu de remercier le Comité Dalgaard qui a attiré notre attention là-dessus et nous répondons en disant que vous seriez bien avisés de nous tenir au courant au fil des rapports que vous nous présenterez tous les mois de ce qui se passe et se passera dans ce domaine.

Deuxième point: le Système monétaire européen, M. de Larosière l'a dit, est certainement une construction fragile, mais qui a déjà fait preuve d'un degré de capacité de résistance dans la tourmente tout à fait remarquable, supérieur à nos attentes même, et la démonstration a été faite aussi que notre coopération en matière d'intervention, notre coopération en matière de taux d'intérêt et aussi notre disponibilité à exploiter les marges de fluctuation, tout cela a permis de faire face chaque fois que la tempête s'est déclenchée et je crois que nous aurons de nouveau des tourmentes induites ??? au marché. Mais je crois que la réalité du SME, qui bientôt aura 10 ans, est une réalité incontournable qui s'impose aux pays qui sont en dehors et qui nous regardent. A ce propos nous partageons certainement tous ce que le Président Pöhl a dit à propos de l'éventualité d'une réunion du G-7; il faudrait espérer que cela se passe pour que les agitations du marché à tous égards se calment. Certainement le temps n'est plus de parler et de publier des communications, il s'agit maintenant d'engagements précis et de joindre l'acte à la parole, et en matière budgétaire justement c'est dans ce sens que les autorités américaines ont voulu aller, faire une



démonstration. Mais il y a aussi autre chose: la possibilité d'utiliser les réserves de change importantes dont disposent les Etats-Unis, la possibilité et la déclaration d'être prêts à le faire, de même qu'emprunter en monnaie étrangère devrait être recommandé ici. Quant à la réunion ou non du G-7 c'est un facteur qui reste subsidiaire, il me semble même plutôt à déconseiller si cela n'était pas accompagné par des engagements et des actions précises. Voilà, nous remercions M. Dalgaard, mais ne vous éloignez pas trop parce que vous avez encore un deuxième rapport à nous présenter, votre rapport sur l'Ecu No 61. Passons à l'ordre du jour.

### III. Adoption sur le rapport concertation

Je crois que nous pouvons considérer qu'il a été approuvé du fait même de la discussion que nous avons eue et nous décidons sa transmission aux ministres des finances. Nous pouvons donc attaquer le point IV de l'ordre du jour.

### IV. Examen des politiques monétaires

Rapport No 31 du groupe d'experts présidé par M. Raymond. Je lui donne la parole.

M. Raymond: (1008)

Voir texte manuscrit.

M. le Président: (1109)

Merci M. Raymond. M. Dini, voulez-vous nous parler de l'examen que vous avez fait au sein des suppléants.

M. Dini: (1111)

Oui M. le Président. L'échange de vues a été relativement bref à notre niveau. Certaines des questions évoquées, cependant, vont vous être soumises. Nous nous sommes centrés sur les causes de la forte croissance monétaire et de ses incidences sur le plan des objectifs finaux de la politique monétaire. A ce propos certains suppléants se sont demandés si l'analyse de l'évolution monétaire en Allemagne, contenue dans le rapport, n'était pas trop simplifiée. Dire qu'il n'y a pas de facteurs qui indiquent qu'il y ait eu de variation dans la demande de monnaie en Allemagne et que la plus grande partie du dépassement de la fourchette monétaire peut être expliquée par le niveau actuel des taux d'intérêt nominaux ne paraît pas entièrement coller avec les décisions de politique monétaire récemment prises par la Bundesbank. En général, l'importance des influences extérieures sur le processus de la masse en Allemagne doit être soulignée. Il y a aussi une pertinence probable des variations de monnaies dans les portefeuilles internationaux et ainsi un résultat ambigu a priori résulte des modifications des taux d'intérêt sur le plan de la demande d'actifs libellés en deutsche marks en raison de réactions opposées de la part des résidents et des non-résidents. Voilà des raisons qui ont été citées qui justifient un approfondissement. Le représentant de la Bundesbank était d'accord que la question était complexe et les indications que les résidents allemands résistent à un nouveau déclin des taux d'intérêt sur les titres à long terme font craindre des relèvements subséquents, et beaucoup souhaitent donc avoir des actifs plus liquides. Le niveau des taux d'intérêt plus bas n'engage pas nécessairement une augmentation directe et immédiate de la dépense interne. En particulier côté emprunteurs les incertitudes produisent un état d'esprit qui ne les pousse pas à emprunter ou à dépenser davantage de capital. Ce n'est qu'une partie de la médaille, le revers étant que des taux

d'intérêt plus faibles peuvent exercer directement, et indirectement par des anticipations, un effet sur les mouvements de capitaux. En décourageant les entrées, un déclin des taux d'intérêt pourrait représenter un facteur limitatif de la croissance monétaire. Au cours de la discussion, un représentant de la Grèce a remarqué que l'orientation de la politique monétaire dans son pays récemment peut être mieux jugée à la lumière des taux d'intérêt réels et de l'évolution du crédit, plutôt qu'en se reportant aux agrégats monétaires qui ont été affectés par des modifications qui sont intervenues dans la demande à la suite notamment de mesures de libération. Ce matin une feuille a été distribuée qui rapporte les mesures récentes prises par la Grèce: abolition des restrictions et réglementations notamment. Ces considérations générales paraissent intéressantes dans la perspective de la discussion que les gouverneurs pourront bien avoir de leur politique monétaire en 1988 en vue de promouvoir la convergence monétaire. Il serait utile de recevoir peut-être un rapport du Groupe Raymond plus tôt dans l'année dans ce contexte, de sorte que les gouverneurs puissent s'en servir comme une base de discussion pour la politique monétaire et la coordination de celle-ci dans l'année à venir.

M. le Président: (1152)

Merci. Tout d'abord je voudrais justement enchaîner sur cette dernière idée qui a été mentionnée par M. Dini pour faire valoir qu'il serait effectivement opportun, et je vous consulte là-dessus, de faire avancer la date de présentation, l'année prochaine, du rapport semestriel pour que nous puissions en être saisis pour notre rencontre mensuelle de novembre, dirai-je, ce qui nous donnerait alors l'occasion de discuter de ces questions avec suffisamment d'avance sur l'année suivante. Ce sera pour l'année 1989. Donc, deuxième rapport semestriel: avancer la discussion à notre niveau

d'un mois et se serait une contribution à la coordination souhaitée des politiques et en particulier par les banques centrales. Voilà donc un vœu. Si c'était l'idée générale... Je vous livre cette recommandation de calendrier plutôt que de procédure. Avez-vous quelque chose à dire à ce propos?

Gouverneur Moreira: (1170)

Merci M. le Président. Très brièvement sur certaines conclusions de ce rapport quand on compare les résultats effectifs des variables monétaires avec les objectifs établis pour 1987. En ce qui concerne le Portugal, on lit que ces objectifs ont été nettement dépassés. Je tiens à préciser que cette conclusion n'est peut-être pas tout à fait si évidente. En effet, nous avons retenu trois objectifs qui sont la liquidité au sens large, la liquidité détenue par les résidents autres que les banques et la monnaie en définition étroite. En ce qui concerne la liquidité au sens large nous sommes plus ou moins dans l'objectif. Si je regarde le chiffre pour fin septembre nous avons donné comme fourchette une progression de 15 à 16% à la fin de cette année. Or fin septembre au Portugal nous en étions à peu près à 17,4% alors que l'année dernière nous en étions à 23%. Nous nous sommes à peu près rapprochés de la fourchette souhaitée. Pour la monnaie, définition étroite, nous avons fait mieux que cela. Nous nous sommes donnés 25%, l'année dernière c'était 35% je me rappelle, et fin septembre nous étions à 23,5%. Ce n'est que lorsqu'on regarde la liquidité détenue par les résidents autres que les banques que nous sommes au-delà de l'objectif. Mais cela est dû en partie à un reclassement opéré par les banques de dépôts détenus par des émigrants portugais partis de ceux-là et étant aujourd'hui assimilés à des dépôts de résidents en raison d'un traitement fiscal nouveau qui a été introduit à leur propos à la fin de l'année dernière. La croissance donc de ces dépôts de ces résidents nouvelle formule

autres que les banques est donc à voir avec un ? Nous ne sommes donc pas si loin des objectifs au total, et je crois qu'on a un peu grossi le trait dans le rapport.

M. le Président: (1200)

Je remercie le Gouverneur Moreira. De toute manière vous savez que les corrections sont ici tout à fait admissibles, recevables et vous êtes priés d'apporter vos corrections avant la transmission. Aussi, pour l'Italie par exemple, pages 6 et 7, je voulais préciser quelque chose sur l'épisode par lequel est passé la livre en août et en septembre. Quelque chose qui était plutôt un incident de parcours je crois alors qu'il faudrait voir la grande foulée, car en octobre-novembre nous voyons qu'il y a quelque chose qui réindique que nous sommes de nouveau sur la trajectoire. Cela serait à souligner dans le rapport et je me permettrai de faire une petite correction écrite. Merci.

M. Duisenberg (1212):

Je remercie M. Raymond et son équipe de l'excellent rapport et je suis d'accord qu'il serait utile, l'année prochaine, de pouvoir le connaître dès le mois de novembre de sorte que nous puissions à notre niveau déjà en bénéficier pour la préparation de 1989. Petite question: je lis à propos des Pays-Bas, page 5 dans le texte anglais, que c'est le seul pays où la croissance monétaire s'est décélérée de manière nette. C'est à l'entrée du chapitre II, fin du premier alinéa. Pourquoi, se demandera-t-on. Je ne le sais pas totalement moi-même. Une partie de la réponse figure peut-être à l'Annexe page 5 où on lit que les orientations que l'on a mises au point avec les banques centrales vont être respectées. C'est peut-être cela aussi. Une partie de cette décélération est due sans doute à la nature de la

politique monétaire que nous nous sommes imposée et qui est assez exceptionnelle. Une politique monétaire, comme vous le savez, est en ? n'est plus très à la mode. C'est donc ce qui apparaît à l'Annexe en page 5 qui peut servir d'explication à ce que nous lisons là dans le corps du rapport. Je pose simplement la question puisque nous nous étions demandés la dernière fois si la politique que nous menons était la meilleure.

M. le Président (1229):

La Grèce s'il vous plaît.

M. Chalíkias:

Comme toujours, le rapport du Groupe Raymond a donné un tableau très actualisé de la politique monétaire dans notre communauté. Je voudrais remercier M. Raymond et ses experts. Je voulais insister sur certains aspects évoqués dans le rapport à propos de la Grèce et dire quelque chose concernant notre intention pour l'année prochaine. Le rapport dit que la croissance de la monnaie, définition large, s'est accélérée en Grèce en 1987 comme dans un certain nombre d'autres pays membres d'ailleurs. Ce fait, cependant, ne reflète pas une réorientation de la politique monétaire. Au contraire, la politique monétaire de notre pays a été restrictive et on ne peut pas en disconvenir puisque les taux d'intérêt réels sont élevés et que l'expansion du crédit interne s'est fortement ralentie. Mais pourquoi sommes-nous, dans la croissance monétaire, au-delà de la projection? D'abord il y a eu une liquidation des fonds qui ont été dégagés après l'abolition du système des points? à l'importation et aussi l'évolution de la balance des paiements. En effet, les flux extérieurs ont fortement alimenté la masse monétaire et cela a été dû à la politique des taux d'intérêt que nous avons suivie en Grèce en 1987, dû aussi à la reconstitution de la confiance de notre pays.

Cela reflète également les mesures prises depuis deux ans en vue de la libération des mouvements de capitaux. Il n'y a pas de signe ici que le supplément de liquidité qui a été mis entre les mains du public et que les taux d'intérêt aient affecté en fait la dépense totale. Il n'y a cependant pas de raison de s'endormir sur les lauriers. Les coefficients de réserve, je vous le rappelle, ont été relevés par deux fois en 1987 et d'autres mesures sont envisagées pour freiner un nouvel accroissement de la liquidité si cela devenait nécessaire. Il y a aussi un marché monétaire non bancaire qui s'est développé très fortement ces récents mois, c'est très encourageant, et ce sera là un moyen efficace pour les autorités monétaires de réguler la liquidité bancaire ces prochains mois. Le financement du solde à financer, vente de bons du Trésor et autres, directement au public va dépasser notre objectif initial de 1 milliard d'Ecus à peu près. Je voulais faire valoir aussi qu'en 1987 nous avons pris une série de mesures importantes en vue de déréglementer les taux d'intérêt qui étaient fixés par voie administrative depuis les années cinquante, l'immédiate après-guerre. Ces mesures ont justement été décrites en détail dans la feuille qui a été diffusée par nous aujourd'hui, datée du 4 décembre. Ceci a déjà eu un impact important sur les marchés financiers, puisque les ressources financières sont allouées d'une manière plus efficace désormais et les autorités sont aussi en mesure de contrôler d'une manière plus efficace, mais indirecte, l'expansion du crédit. Enfin, je voulais dire quelques mots à propos l'orientation de la politique pour 1988. A l'image de 1987, la politique en Grèce ira dans deux voies: nous continuerons d'abord notre effort de désinflation et voudrions comprimer le déficit du compte courant en finançant cela de manière autonome attirant des entrées de capitaux privés sans création monétaire comme nous l'avons fait cette année. Comme la politique des revenus sera moins serrée en 1988 qu'en 1987, le fardeau

de la stabilisation économique sera plus largement supporté par la politique monétaire et nous devons ici avoir les épaules solides; en tous les cas, nous maintiendrons les créations du crédit dans les limites compatibles avec la désinflation et avec le maintien de l'équilibre externe, en particulier la politique des taux d'intérêt visera à freiner la croissance de la monnaie et du crédit et à appuyer la politique en matière de change et à conforter notre balance des paiements. Les politiques de change et politique monétaire viseront à imposer la discipline économique, je tiens à le faire remarquer. Deuxième tâche de la politique en 1988 sera de poursuivre la libéralisation des taux d'intérêt qui a déjà été entreprise en 1987 en donnant une plus grande liberté aux banques pour la gestion de leur portefeuille: ouverture vers de nouvelles opérations et offre de nouveaux services financiers. Je tiens à remarquer qu'un processus actuellement irréversible est en cours de libéralisation des taux d'intérêt et du système bancaire en général.

Le Président:

Merci. M. Leigh-Pemberton?

M. Leigh-Pemberton: (1294)

Puis-je faire une observation plus générale? Il y a une chose un peu décevante, une conclusion générale qu'on en tire; les pays, en effet, qui ont les meilleurs résultats de désinflation, croissent moins rapidement que les pays qui ont une plus forte inflation, tel que moi ou l'Italie, ou l'Espagne. Ce n'est pas une surprise non, mais c'est toutefois décevant du



point de vue de la convergence et je me demande si les pays à faible inflation qui croissent plus fortement, bénéficient plus fortement de la stabilité des prix qui est visée par tout le monde; c'est un peu un axiome peut-être mais quand même intéressant pour les décideurs, ne pensez-vous pas?

M. Pöhl: (1305)

C'est une remarque qui vraiment m'étonne, avec tout le respect que je vous dois cher collègue. Nous avons eu une grande discussion sur cette corrélation pendant les années soixante-dix, rappelez-vous; je me souviens moins d'un sommet qui s'était tenu à Londres en 1977 auquel j'avais été invité alors à un autre titre et nous étions attablés à 10 Darling Street et j'avais proposé que dans le communiqué on mette une certaine formule contre laquelle les Américains s'étaient braqués, bon je n'ai pas réussi, mais quand j'étais revenu dans la salle on avait réintroduit cette idée malgré tout que j'avais en fait voulu y voir même, et cela a été en fait possible grâce à l'assistance de MM. de Larosière et Bernard Clappier qui représentaient la France à l'époque; je ne peux pas vous rappeler la formule exacte mais elle disait: "l'inflation n'est pas un remède pour le chômage mais une de ses causes principales" ou quelque chose dans ce goût là. Finalement les Américains se sont laissés convaincre de l'y mettre. C'est-à-dire les pays qui reconnaissaient avoir la plus grosse inflation devaient faire de la désinflation et ensuite finissaient par avoir le plus grand taux de chômage effectivement dans un premier temps. Je ne crois pas qu'il y ait ici de corrélation ??(1321) plus d'inflation pour croître plus vite, plus fort, non ça ne vaut pas la peine car ça se termine par une culbute. Les pays qui

ont les taux d'inflation les plus faibles ont une moindre croissance que ceux qui ont un taux d'inflation plus fort, donc allons rejoindre le peloton des pays ayant les taux d'inflation les plus élevés; non, non, ce serait une recette très dangereuse; tout simplement certains pays croissent plus, d'autres croissent moins, mais les raisons ne sont pas du tout univoques ou simples dans le rapport de causes à effets. Il n'y a pas tellement une demande faible ou une absence de liquidités qui en serait la cause. Je crois qu'en vous pensez à l'Allemagne, entre autre, pays qui contraste avec le vôtre, M. Leigh-Pemberton, la raison pour laquelle la croissance a été faible pour plusieurs années consécutives maintenant n'a rien à voir avec la politique monétaire à mon avis, très peu à voir avec la politique budgétaire non plus, quoique beaucoup plus cela tient à des politiques structurelles de type politique par l'offre. Cela m'inquiète et beaucoup d'autres observateurs s'en inquiètent aussi; le fait par exemple que les subventions soient encore beaucoup élevées, qu'il n'ait pas été possible de les réduire, le fait que le gouvernement subventionne des industries qui ne sont pas dynamiques, telles que sidérurgie, exploitations minières et bien sûr l'agriculture, nous venons de le voir. Toutes ces politiques là qui ne sont pas très raisonnables et là la critique est parfaitement justifiée et je l'accepte. Donc, si l'on souhaite un supplément de croissance il faut aller à la racine des choses, je pourrais vous donner encore beaucoup d'autres exemples. En Grande-Bretagne, je crois que les autorités ont mené des politiques très courageuses pour renforcer le tissu industriel économique pour renforcer le potentiel sous-jacent, donc cette corrélation entre croissance et inflation vous ne devez donc pas vous en servir je crois, ça nous mène sur un terrain miné...

Le Président:

Merci. Nous n'allons peut-être pas ici faire une dispute historique au sens de disputation bien sûr parce que toute amicale car l'histoire est l'histoire. Mais sur l'actualité, y-a-t-il des interventions sur l'avenir proche? encore quelque chose à dire? sinon je remercie M. Raymond et je lui donne la parole bien sûr.

M. Raymond: (1354)

M. le Président, je comprends que les gouverneurs souhaitent disposer du rapport d'automne l'an prochain en novembre plutôt qu'en décembre. Mais mon expérience a été cette année qu'en octobre et novembre, quand les experts se sont réunis, il n'était pas du tout au clair sur les politiques monétaires pour l'année à venir et même pour certains pays sur les projections économiques. Aussi, puis-je me permettre de suggérer dans chaque banque centrale que l'on réfléchisse aux conditions techniques qui permettront l'an prochain, dès le mois de septembre, d'avoir une première discussion sur la fin de l'année 1988 et sur les perspectives de 1989. Actuellement, il me semble que les experts des banques centrales ne commencent à réfléchir à l'année à venir que tout à fait vers la fin de l'année. Ils n'acceptent en tout cas de s'engager que tout à fait vers la fin de l'année.

Le Président: (1360)

D'accord M. Raymond, nous pousserons la roue de sorte que vous puissiez en novembre nous faire discuter cela mais il faudra bien sûr que l'intendance ait déjà précédé dès septembre et octobre des réunions de préparation du rapport semestriel. Bien nous allons recevoir des amendements et des

retouches encore, le rapport est en tout cas, dans sa ligne générale, approuvé par vous. Point suivant: point V: l'Ecu privé, rapport de M. Dalgaard. Voulez-vous en faire une rapide présentation svp?.

M. Dalgaard:(1371)

Merci M. le Président. Le rapport No 61 explicite l'évolution de l'Ecu privé de 1986 à 1987, c'est donc un enchaînement sur le rapport précédemment préparé dans ce même esprit. C'est un gros volume mais le corps du rapport n'a qu'une dizaine de pages et n'est pas trop indigeste et le reste consiste essentiellement en annexes traditionnelles qui donnent une description détaillée du marché. Quant au corps du rapport il est une synthèse; je dirais en guise d'introduction que l'évolution du marché a été très semblable à ce que nous avons vu l'année précédente, c'est-à-dire poursuite de la croissance mais plutôt à un rythme lent et marqué par des irrégularités. Il y a cependant certains éléments intéressants dans ce développement et j'allais justement en épingler certains: il y a eu un intérêt plus marqué à utiliser l'Ecu en dehors de la Communauté, ça peut être l'effet de nouveautés qui existe en dehors de notre Communauté, une explication que nous avons donnée d'abord à la croissance chez nous du marché, cet effet de nouveauté joue à l'extérieur alors qu'il s'érousse certainement à l'intérieur de la Communauté où l'Ecu est maintenant bien connu. Un autre fait également intéressant dans le marché bancaire: il y a un déséquilibre entre les actifs et les passifs qui s'est encore marqué; les prêts en Ecus se sont encore développés alors que les dépôts pris par les banques baissent; donc par solde, les actifs l'emportent encore fortement. Dans le rapport, nous avons essayé d'analyser les facteurs

sous-jacents à cette évolution du marché et nous concluons que le ralentissement peut s'expliquer par certaines choses: d'abord l'expansion très rapide du départ était due à des circonstances particulièrement spéciales: d'abord des différentiels de taux marqués entre les monnaies d'Europe et l'idée du marché que les taux de change étaient demeurés stables; ceci a changé récemment, les différentiels de taux sur les monnaies se sont beaucoup amenuisés, le nombre de réalignements intervenus ont donné la sensation au marché que tout n'est plus aussi sûr et joué d'avance, donc nous revenons peut-être à des conditions plus normales en ce qui concerne l'évolution modérée de l'Ecu. Un autre facteur qui joue dans le sens d'une limitation de l'utilisation de l'Ecu dans certains pays où les emprunts en Ecus étaient les plus pratiqués, c'est-à-dire la France et l'Italie, il n'y a plus les déficits de balance des paiements d'antan et le besoin d'emprunt extérieur s'est réduit ce qui a eu cet effet là aussi. Sur le marché des changes pas de modification importante. Une chose peut être notée aujourd'hui: le marché de l'Ecu est aujourd'hui surtout un marché où l'on traite l'Ecu contre le deutsche mark alors que pour le reste tout se fait par rapport au dollar. Nous avons aussi décrit les évolutions en Allemagne, en Espagne, où des desserrement de réglementation sont intervenus dorénavant l'Ecu peut être utilisé sur un pied d'égalité que les autres monnaies à l'image des autres pays membres. Mais il y a encore des restrictions de caractère général qui continuent de jouer pour toutes les monnaies d'ailleurs dans certains pays qui freinent l'utilisation des dépôts à l'étranger ce qui explique sans doute le niveau relativement faible des dépôts en Ecus auprès des banques. La pleine libération risque ici alors aussi de promouvoir et de relancer la quantité des dépôts. Quant à l'utilisation de l'Ecu par les banques centrales et les autorités monétaires dont on a parlé sous un autre aspect aujourd'hui, il convient de noter que des

opérations importantes se font mais que le gros a trait à un endettement de l'Etat en Ecus et des remboursements principal et intérêts de ces mêmes emprunts, alors que pour les opérations privées c'est beaucoup plus modeste et en tout cas ça ne présente aucun problème pour la politique monétaire des banques centrales. Nous tirons de tout cela la conclusion que dans les circonstances actuelles l'évolution de l'Ecu ne risque guère d'avoir des répercussions sensibles sur la conduite des politiques économiques dans les pays membres de la CEE, politique monétaire en particulier, merci.

M. Dini: (1431)

M. le Président, la discussion des suppléants du rapport de M. Dalgaard sur l'évolution de l'utilisation de l'Ecu privé a été une discussion vive et franche. Contrairement à ce qu'on a pensé le marché de l'Ecu paraît bénéficier des conditions de la stabilité des changes alors son développement est plutôt retardé par les tensions des changes. Il n'est pas surprenant alors que la croissance en 1987 était plutôt modérée, le panier de l'Ecu n'avait pas suffisamment d'intérêt pour une utilisation très large. On a pris l'image d'un cocktail, personne n'irait acheter dans un supermarché un martini tout prêt et mélangé, on achète et le gin et le martini séparément de sorte que l'on soit sûr de ne pas trop diluer le précieux liquide, c'est-à-dire le gin, l'image provenait d'un Britannique, faut-il le préciser!... La performance plutôt grise de l'Ecu est une preuve que les restrictions allemandes ici n'ont pas eu beaucoup d'influence sur la croissance du marché, puisque leur levée en fait n'a pas donné de coup de fouet à ce marché de l'Ecu privé. On est d'accord dans le groupe pour dire et nous soulignons que les développements du marché de l'Ecu continuent à ne représenter aucune menace pour la politique monétaire ou du crédit de la

CEE. En fait, il s'agit d'un instrument de facto libéralisé pour les investissements en portefeuille et pour des endettements à moyen terme dans toute la Communauté. Dans les circonstances de la semaine dernière, l'utilisation par la Banque d'Angleterre d'Ecus pour les interventions, la conclusion a été que ce n'était pas quelque chose qui manquait de justesse et qui n'était pas à rejeter. Cependant, l'expansion très forte de ces interventions ne peut pas être prévue dans des circonstances normales, parce qu'il y a d'abord des difficultés à utiliser l'Ecu à l'achat et il faut voir si l'on pourrait l'utiliser avec efficacité avec rapidité à la vente car M. Leigh-Pemberton l'a dit, vendredi dernier, on a trouvé une seule banque qui était prête à coter à un prix et à fonctionner comme contrepartie d'achat d'Ecus contre sterling. D'autres ont marqué qu'en général passer par une cotation Ecus contre deutsche marks peut être un obstacle qui décourage. La création d'un marché international de biens en Ecus par les gouvernements de la CEE pourrait améliorer l'utilisation des réserves détenues en Ecus. Les émissions récentes des papiers à court terme par les gouvernements de Dublin et de Rome n'était pas destinées aux marchés internationaux mais visaient les investisseurs internes, nationaux, a-t-on noté. C'était des efforts bien sûr modestes en vue de diversifier l'eurotaux par le Trésor au marché interne. Merci.

Le Président: (1466)

Je vous remercie. Y-a-t-il encore des interventions? Après la présentation par ces Messieurs et M. Dini. M. Delors pardon..

M. Delors: (1468)

Je voudrais dire un mot svp sur ce rapport sur l'Ecu. Premièrement, je laisse de côté la question que vous avez évoquée au début de la matinée dans une passionnante discussion, de savoir si l'Ecu peut devenir un instrument d'intervention plus supportable que les monnaies nationales. Le mieux étant l'ennemi du bien, il m'avait semblé que lorsqu'on utilisait l'Ecu l'incidence sur les politiques monétaires nationales était quand même moins forte que si on utilisait ladite monnaie nationale. Après tout, la politique c'est l'art de choisir entre deux inconvénients. Il ne m'a pas semblé que cet argument avait retenu beaucoup d'attention ce matin. Deuxièmement, je n'ai jamais pensé que l'Ecu se développerait naturellement, comme une sorte d'enfant naturel, avec des parents qui auraient honte de lui. Il est arrivé à l'Ecu, ces deux dernières années, ce qui est arrivé à d'autres monnaies lorsqu'on regarde l'évolution du marché international des capitaux, le marché des euro-émissions. A un moment donné, on a des craintes pour l'avenir de telles monnaies mais pas tenté de souscrire des obligations libellées dans cette monnaie. Eh bien on a eu des craintes pour l'Ecu en 1986 parce que la baisse de la livre sterling fait que l'Ecu étant un panier de monnaies, on craignait pour la valeur de l'Ecu. Quand on souscrit sur un marché des capitaux, on regarde aussi le couple monnaie/taux d'intérêt, anticipation sur le cours de change corrigé ou non par le taux d'intérêt. Or, il s'est trouvé sur ce point de vue que les bons résultats obtenus dans la lutte contre l'inflation par la France, l'Italie et la Belgique ont rendu moins attractifs l'Ecu. Je ne vois pas pourquoi on s'en désolerait. Donc il ne faudrait pas accabler l'Ecu et croire qu'il pourrait se développer tout naturellement. De même les mesures prises par la République fédérale d'Allemagne avaient surtout un caractère psychologique mais on ne voit pas pourquoi les Allemands iraient s'endetter actuellement en Ecus pour l'instant tout au moins. Je crois qu'il faut relativiser ce que l'on peut



dire sur l'Ecu et revenir à un troisième point qui me paraît le plus important à supposer que les Gouverneurs des banques centrales considèrent que l'Ecu doit être développé pour les transactions entre banques, je ne me place pas du tout du point de vue politique, et celui par exemple de l'union monétaire de M. Giscard d'Estaing et de M. Schmidt, je me place de votre point de vue pratique, il me semble que l'obstacle principal c'est que l'Ecu n'est pas un instrument facile à manier parce qu'il n'y a pas de marché monétaire de l'Ecu et que, par conséquent, lorsque la Banque d'Angleterre a voulu intervenir en Ecus, s'il y avait eu un marché avec des bons à court terme émis par les Etats, qui peuvent être souscrits par les résidents et les non-résidents des bons du Trésor en Ecus, il serait facile à une banque centrale d'utiliser l'Ecu après avoir prévenu bien entendu les principaux partenaires, mais tant qu'il n'y aura pas un instrument de cette nature il ne faut pas s'attendre à ce que l'Ecu devienne très attractif pour les transactions entre banques ou même pour les interventions à l'intérieur du système, c'est un point de fait qui je crois est incontestable et qui mériterait une réflexion.

Le Président: (1506)

Je vous remercie M. Delors. S'il n'y a pas d'autres interventions, étant donné l'heure qui avance, je crois que nous pourrions considérer ce texte lui aussi comme approuvé, en remerciant M. Dalgaard. Il a été souligné, qu'en dépit du ralentissement intervenu par rapport aux années précédentes, malgré tout l'Ecu continue progressivement à s'affirmer et nous pouvons donc dire également à l'adresse du Président Delors que les banques centrales autour de cette table certainement voudraient favoriser ce mouvement et favoriser en particulier l'apparition d'un certain marché, d'une certaine épaisseur en ayant des émissions qui soient assez substantielles, de sorte

qu'on puisse y recourir aussi plus facilement. Nous pouvons passer au Point VI: Autres questions relevant de la compétence du Comité. Hier, votre présidence, comme cela avait été convenu en 1984 a eu une rencontre avec les représentants de la Banque centrale de Norvège, pour les mettre au courant, comme nous avons dit puisqu'ils tenaient à être tenus ici informés de part et d'autre, eux ayant parlé de l'économie norvégienne, nous de ce que nous avons fait ou entrepris au cours de l'année d'après le rendez-vous de fin d'année habituel. Un bref compte-rendu sera préparé à cet effet qui vous sera, Messieurs les membres du Comité, adressé. Je voulais dire un mot encore, alors que nous discutons, il m'est revenu que nous entrons dans la dixième année du fonctionnement du SME. Et ce n'est pas une proposition que je fais de manière ferme en demandant que nous tranchions sur le champ. Mais je vous donne à réfléchir à la chose suivante: est-ce que notre Comité ne pourrait pas promouvoir certaines études spéciales sur le fonctionnement du Système monétaire européen après près de dix ans? C'est une idée que je vous livre et dont vous verrez ce que nous pourrions faire le moment venu quand des déterminations devront être prises. Dernier point à l'ordre du jour: prochaine rencontre, elle se tiendra à Bâle, le 12 janvier, à 10 heures.

COMPTE-RENDU DE M. DINI  
SUR LE DEBAT DES SUPPLEANTS RELATIF A LA "SURVEILLANCE"

---

Avant de considérer le mérite de l'exercice de surveillance, M. Dalgaard rend compte brièvement de deux points d'organisation examinés par son groupe d'experts:

- a) M. Dalgaard indique que le secrétariat a besoin d'être renforcé en recrutant un statisticien. Il rappelle que les effectifs du secrétariat sont demeurés inchangés depuis 1975 alors que la charge de travail s'est accrue au cours des dernières années et que cette tendance se poursuivra en raison du nouvel exercice de surveillance.
- b) La Commission a demandé à participer à l'échange d'informations et aux réunions de la nouvelle procédure de surveillance: à cet égard, les experts considèrent que cet exercice ne concerne que les banques centrales et qu'il est souhaitable de le circonscrire au sein de ce groupe.

Dans le cadre de leur examen des évolutions récentes et des perspectives sur le marché des changes, les Suppléants soulignent le succès de la coopération pour faire face aux tensions engendrées au sein du SME par le glissement du dollar ainsi que le rôle joué à cet égard par les mesures récemment adoptées par les Gouverneurs pour maintenir la cohésion du SME. Des préoccupations sont cependant exprimées au sujet d'une nouvelle baisse du dollar qui créerait de nouvelles tensions dans le SME.

Les Suppléants notent à ce sujet que le récent accord entre l'Administration et le Congrès sur le budget des Etats-Unis n'a pas dissipé les

incertitudes ni réussi à inverser l'opinion du marché à l'égard du dollar, laquelle demeure orientée à la baisse bien que la monnaie américaine apparaisse déjà sous-évaluée. Un doute prévaut également en ce qui concerne l'orientation de la politique monétaire américaine, le sentiment général étant que, en cas de conflit, la priorité pourrait être accordée aux objectifs de croissance interne. De nombreux Suppléants soulignent que la stabilisation du dollar nécessiterait une baisse importante de la demande interne aux Etats-Unis, ce qui semble peu probable notamment parce que 1988 est une année d'élections.

Certains Suppléants constatent qu'une modification dans la composition de la demande aux Etats-Unis est déjà perceptible, mais que l'amélioration fondamentale du solde commercial en volume continue d'être masquée par l'incidence défavorable de la dépréciation du dollar sur les termes de l'échange. Par conséquent, s'il était possible de convaincre les Etats-Unis de relever les taux d'intérêt pour soutenir le dollar, l'amélioration des données fondamentales finirait par s'imposer et inverser le sentiment du marché. D'autres Suppléants notent toutefois que la balance des paiements courants des Etats-Unis subit également de plus en plus l'incidence négative des paiements d'intérêts relatifs à un endettement extérieur croissant et qu'il ne faut pas s'attendre, de toute façon, à un relèvement des taux d'intérêt aux Etats-Unis. Certains Suppléants doutent qu'un ralentissement de la croissance aux Etats-Unis soit suffisant pour stabiliser le dollar et éviter des tensions au sein du SME; ils remarquent que la croissance en Europe continue à contribuer de manière insuffisante à l'ajustement international et que, dans ces circonstances, un ralentissement de la demande aux Etats-Unis risque d'entraîner l'économie mondiale vers la stagnation.

Les Suppléants sont généralement d'avis que les modifications des taux d'intérêt en Europe ne peuvent apporter qu'une contribution marginale

en faveur du dollar. Certains constatent que la baisse des taux d'intérêt du marché n'a pas compensé celle des taux officiels et que des signaux plus résolus sont nécessaires dans ce domaine; d'autres Suppléants font cependant valoir qu'il est indispensable de conserver certaines marges de manoeuvre au cas où le dollar se remettrait à baisser.

La plupart des Suppléants soulignent qu'il est important de continuer à défendre les parités en vigueur au sein du SME et de s'opposer aux pressions susceptibles d'être engendrées par la faiblesse du dollar. Certains Suppléants rappellent toutefois qu'une action destinée à promouvoir l'ajustement extérieur est également nécessaire en Europe.

Les représentants de la Bank of England font part de leurs remarques sur l'évolution récente de la livre sterling ainsi que sur la politique d'intervention de la Bank of England. Ils indiquent que le dilemme de la politique est devenu récemment plus aigu: d'une part, la livre sterling est forte et le taux de change actuel deutsche mark/livre est considéré comme compatible avec les objectifs en matière d'inflation et une position concurrentielle extérieure satisfaisante; d'autre part, la rapide croissance de la demande interne, des salaires et des agrégats monétaires ne justifie pas de procéder de nouveau à un abaissement des taux d'intérêt et à un assouplissement de la politique monétaire. La Bank of England est donc intervenue massivement pour empêcher une appréciation de la livre sterling. Jusqu'à présent, les interventions (\$EU 23,5 milliards pour les onze premiers mois de 1987) ont été essentiellement en dollars, mais, compte tenu de l'objectif principal du maintien d'un taux stable livre sterling/deutsche mark, des interventions massives en dollars risquent d'être mal interprétées par le marché. Dans ces circonstances, il serait naturel que le Royaume-Uni intervienne en deutsche marks, ce qui aurait cependant des effets déstabilisateurs pour le SME. En conséquence, la Bank of England a

récemment commencé à diversifier sa politique d'intervention en acquérant d'autres monnaies du SME avec l'accord des pays concernés. D'une manière générale, les Suppléants prennent note avec intérêt de ce développement, qui semble accorder une plus grande place aux monnaies du SME dans les interventions en faveur des taux de change et la gestion des réserves.

ECB-PUBLIC

AUSSCHUSS DER PRÄSIDENTEN DER ZENTRALBANKEN  
DER MITGLIEDSTAATEN DER  
EUROPÄISCHEN WIRTSCHAFTSGEMEINSCHAFT

Vertraulich

Entwurf

220. SITZUNG

BASEL, DIENSTAG, DEN 8. DEZEMBER 1987, 10 UHR

---

Tagesordnung

- I. Billigung des Protokolls der 219. Sitzung.
  - II. Ueberwachung der Wirtschafts- und Währungsentwicklung und -politik in den EWG-Ländern auf der Grundlage:
    - der Vorbereitung durch die "Dalgaard-Gruppe" und der Diskussion des Stellvertreterausschusses;
    - von statistischen Graphiken und Tabellen(1).
  - III. Verabschiedung des Ausschussberichts an die EG-Finanzminister über die Entwicklung an den Devisenmärkten der neunzehn an der Konzertation beteiligten Länder im November und in den ersten Dezembertagen 1987.
  - IV. Prüfung der Geldpolitik in den EG-Mitgliedstaaten auf der Grundlage des Berichts Nr. 31 der Expertengruppe unter dem Vorsitz von Herrn Raymond(2).
  - V. Prüfung des Berichts Nr. 61 der Expertengruppe unter dem Vorsitz von Herrn Dalgaard über jüngste Entwicklungen bei der Verwendung der privaten ECU(3).
  - VI. Weitere Fragen innerhalb der Zuständigkeit des Ausschusses.
  - VII. Zeit und Ort der nächsten Sitzung.
- 

- (1) Einige statistische Graphiken, die unter der Aegide der "Dalgaard-Gruppe" erstellt wurden, sowie die "Konzertationstabellen" und die Monatsstatistiken werden den Zentralbankpräsidenten bei ihrer Ankunft in Basel zur Verfügung stehen.
- (2) Dieser Bericht wurde am 26. November 1987 vom Sekretariat versandt.
- (3) Bei diesem Bericht handelt es sich um den jährlichen Rückblick auf Entwicklungen bei der Verwendung der privaten ECU; der Bericht wurde am 4. November 1987 vom Sekretariat versandt.