

76228

4 décembre 1992

Confidentiel

Final

(Traduction)

PROCES-VERBAL
DE LA 270ème SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS
DES BANQUES CENTRALES DES ETATS MEMBRES
DE LA COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE

TENUE A BALE, LE MARDI 10 NOVEMBRE 1992 A 9 H 30

Table des matières

	<u>Page</u>
I.	Approbation du procès-verbal de la 269ème séance 1
II.	Surveillance des développements et politiques économiques et monétaires dans la CEE sur la base de:
	1. Exposé de M. Saccomanni, Président, Sous-Comité de politique des changes (surveillance) 1
	2. Exposé de M. Rey, Président, Comité des Suppléants..... 3
	3. Discussion par le Comité 5
III.	Adoption par le Comité du rapport destiné aux Ministres des Finances des pays de la CEE concernant l'évolution sur les marchés des changes des dix-neuf pays participant à la concertation au cours des mois de septembre et d'octobre et des premiers jours de novembre 1992 13
IV.	Travail préparatoire pour le passage à la phase finale de l'UEM
	1. Tableau synoptique des programmes de travail et coordination du travail préparatoire 14
	2. Méthodes de travail des sous-comités et groupes de travail 14
	3. Renforcement du personnel du Secrétariat 15
	4. Relations avec les tiers 15
V.	Suivi de la session spéciale du Conseil européen du 16 octobre 1992 16
VI.	Questions relatives au Système monétaire européen 16
VII.	Stratégies de politique monétaire pour la Banque centrale européenne et leur mise en oeuvre 18
VIII.	Autres questions relevant de la compétence du Comité
	1. Dépenses encourues au nom du Comité au deuxième trimestre de 1992 et prévisions révisées pour 1992 18
	2. Réunion avec les Chefs du personnel des banques centrales de la CEE 19
IX.	Date et lieu de la prochaine séance 20

* * *

La liste des participants est jointe en annexe.

Avant d'en venir à l'ordre du jour, le Président déclare tout d'abord que lors de la réunion restreinte qu'ils ont tenue avant la présente séance les Gouverneurs ont décidé à l'unanimité d'élire un nouveau Président pour un mandat d'une année à compter du 1er janvier 1993; il est proposé de choisir un candidat à la séance du Comité du mois de décembre. Deuxièmement, M. Rey a été reconduit dans ses fonctions de Président du Comité des Suppléants pour une année supplémentaire à compter du 1er janvier 1993. Troisièmement, deux lettres adressées au Président - une par M. Schlesinger, accompagnant un document de la Deutsche Bundesbank sur les stratégies de politique monétaire pour la Banque centrale européenne et leurs implications, l'autre par M. Ciampi sur les questions de change - vont être transmises aux Suppléants pour examen. Enfin, MM. Scheller et Vifals ont été nommés cadres supérieurs par procédure écrite, responsables respectivement du Secrétariat et de l'Unité économique avec effet au 1er octobre 1992.

I. Approbation du procès-verbal de la 269ème séance

Le Comité approuve le procès-verbal de la 269ème séance.

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

- Préparation par le Sous-Comité de politique des changes (surveillance);
- Graphiques et tableaux préparés par le Secrétariat;
- Note de l'Unité économique intitulée "Recent ERM tensions: main developments and preliminary assessment".

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

Le Groupe de surveillance a effectué un premier examen de la situation sur les marchés des changes depuis la crise du SME du mois de septembre et a mis l'accent sur les répercussions et les perspectives pour la période à venir. Les tensions n'ont pas entièrement disparu. Malgré la baisse récente des taux d'intérêt dans un certain nombre de pays, et plus spécialement en Allemagne, l'écart entre les taux allemands et la moyenne dans les autres pays du SME a été plus prononcé en octobre qu'en août 1992,

tout en se situant, il est vrai, en dessous des niveaux records du mois de septembre. En outre, à l'exception notable de la France et du Danemark, les pays affectés par la crise, à savoir l'Italie, le Royaume-Uni, l'Espagne, le Portugal, l'Irlande et la Grèce, n'ont guère enregistré de reflux de capitaux. Plusieurs facteurs ont été avancés pour expliquer l'agitation actuelle sur les marchés, le plus important étant la conviction qu'une nouvelle série d'ajustements au sein du MCE pourra avoir lieu, éventuellement en liaison avec le retour de la lire italienne dans ce mécanisme. Ce point de vue a été renforcé récemment par des informations de presse selon lesquelles les autorités espagnoles n'excluraient pas un réalignement de la peseta. Malgré leur inexactitude, ces informations ont fortement influencé les marchés. Dans ces conditions, les opérateurs gèrent leurs risques en devises de façon prudente et mettent à profit les possibilités qu'offre l'évolution actuelle ou escomptée des taux de change. En effet, après plusieurs années de tentations spéculatives infructueuses, la crise du MCE a montré que la spéculation monétaire peut se révéler très profitable; ceci modifie le comportement des opérateurs, malgré les pertes élevées qu'ont encourues les spéculateurs à l'encontre du franc français. L'attente d'un ajustement de parités pèse sur la peseta espagnole, l'escudo portugais et la livre irlandaise, en dépit du calme relatif qui a régné sur le marché ces dernières semaines. Le sort de la livre irlandaise semble lié aux perspectives d'évolution de la livre sterling, qui devrait continuer à flotter pendant quelque temps. En Espagne, la possibilité de supprimer les pénalités appliquées récemment à certaines catégories de mouvements de capitaux constitue une source supplémentaire d'incertitude.

Un autre facteur important est l'incertitude au sujet des possibilités d'ajustement et de convergence macro-économique dans la Communauté. Cet élément crucial affecte les perspectives d'évolution de la lire italienne. L'Italie a réalisé des progrès notables sur la voie de la correction de son déséquilibre budgétaire et la lire s'est appréciée d'environ 8 points en octobre, malgré le recul des taux d'intérêt. L'inflation est revenue à 5%, contre 5,2% en septembre, et les salaires ont progressé à un rythme modéré, inférieur à la hausse des prix. Les opérateurs réservent néanmoins leur position, dans l'attente de l'approbation définitive du budget par le Parlement italien et de la conclusion des négociations avec la Communauté sur le prêt à moyen terme ainsi que d'indications claires au sujet de l'inflation et de la hausse des

salaires au lendemain de la dévaluation. En général, les opérateurs semblent d'avis que la crise du MCE et les incertitudes au sujet du processus de l'UEM entraveront l'ajustement qui est en cours dans un certain nombre de pays, ou le rendent moins acceptable d'un point de vue politique comme dans le cas de la Grèce.

La crédibilité d'un certain nombre de pays a été illustrée par l'absence de tensions, comme en Belgique et aux Pays-Bas, ou par une gestion efficace de la crise, comme en France. Cependant, le Système dans son ensemble s'est senti de son incapacité à maintenir le consensus sur la viabilité de la grille de parités. Un obstacle au rétablissement de sa crédibilité est le risque de voir la spéculation monétaire s'attaquer de nouveau aux monnaies du SME en liaison avec des événements tels que la ratification du Traité de Maastricht au Royaume-Uni et au Danemark ou les élections en France. Les opérateurs surveillent de près l'attitude des autorités de la Communauté pour déceler si des mesures concrètes de renforcement du SME sont prises.

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

La discussion des Suppléants a été stimulée par la note élaborée par l'Unité économique sur les événements récents. En ce qui concerne la gestion du MCE au cours des mois à venir, la forte pression à la hausse sur le dollar EU est considérée par certains Suppléants comme une correction bienvenue dans les relations entre l'Europe et le reste du monde sur le plan de la compétitivité, du fait surtout qu'elle s'accompagne d'une appréciation du yen japonais qui s'imposait depuis longtemps. D'autres Suppléants soulignent le risque de voir une nouvelle hausse de la monnaie américaine retarder l'éventualité d'une réduction des taux d'intérêt en Allemagne et dans le reste de la Communauté. La hausse du dollar a d'ores et déjà érodé l'appréciation effective du deutsche mark, et les appels répétés à une diminution des taux en Allemagne pourront conduire à une situation semblable à celle prévalant avant la crise et entraîner les mêmes risques. En ce qui concerne la précarité de la situation au sein du SME, certains opérateurs n'excluent pas un nouveau réalignement; on aurait tout intérêt à procéder aux consultations qui s'imposent en vue d'assurer si possible une simultanéité de toute action à entreprendre.

Les Suppléants ont également examiné la question de savoir comment les Gouverneurs pourront donner suite à l'invitation qui leur a été

faite au Sommet de Birmingham à participer à l'analyse des turbulences financières récentes. Le mandat défini par le Sommet est vaste puisqu'il couvre l'évolution des systèmes monétaires européens et mondiaux. En outre, le Conseil européen a invité ECOFIN, avec l'assistance du Comité monétaire et le concours de la Commission, à s'acquitter de cette tâche en coopération avec les Gouverneurs des banques centrales. Les Suppléants sont d'avis que les Gouverneurs devront se concentrer sur le SME. Les pays du Groupe des Dix effectueront une enquête sur l'évolution globale des marchés financiers et la Commission mettra probablement l'accent sur les aspects économiques, à savoir les implications d'un manque de convergence et d'une croissance économique faible. Il ne sera sans doute pas possible d'éviter un certain chevauchement avec le travail effectué par le Comité monétaire et il importe que le rapport des Gouverneurs soit disponible assez rapidement pour pouvoir servir de référence au travail entrepris ailleurs plutôt que l'inverse. Les Suppléants proposent donc que l'analyse des Gouverneurs soit achevée dans un délai de trois à quatre mois. Les leçons à tirer des événements récents devront couvrir trois domaines principaux: la validité du MCE en tant que système - de nombreux Suppléants ont souligné les mérites qu'a eus le Système de surmonter une crise aussi aiguë; les leçons pour le fonctionnement de la politique économique et monétaire et les moyens requis pour gérer le Système; enfin, la conception du mécanisme lui-même, y compris les procédures et consultations concernant la viabilité de la grille de parités. En examinant les règles, il convient de se poser la question de savoir si elles sont mises en oeuvre correctement et si des changements s'imposent le cas échéant. Cette étude devra également prendre en compte la mise en place de l'Union économique et monétaire.

Les Suppléants sont d'avis que le Sous-Comité de politique des changes pourra décrire et analyser les évolutions récentes sur les marchés des changes dans son rapport annuel sur le SME et examiner aussi le fonctionnement technique du Système dans le domaine des interventions, financements et règlements. Des questions ont été posées en particulier concernant les conditions dans lesquelles des interventions obligatoires illimitées peuvent être considérées comme acceptables quelle que soit la relation du taux de change avec les données fondamentales de l'économie et la transparence des conditions dans lesquelles les banques centrales du MCE s'accordent des facilités de swap bilatérales en dehors du FECOM. Les Suppléants, pour leur part, se pencheront plus spécialement sur les

questions qui se posent aux autorités en ce qui concerne: l'amélioration de la convergence et la souplesse des taux de change du Système, y compris non seulement la fréquence des réalignements, mais également la possibilité d'un élargissement temporaire des marges de fluctuation; la conduite de la politique monétaire en présence de contraintes croissantes; les possibilités de coordination des politiques de taux d'intérêt; la coordination des politiques entre les pays à monnaie flottante et ceux qui restent dans le MCE. Il y a des interconnexions importantes et délicates entre ces questions. D'un côté, des réalignements plus fréquents ne seraient pas nécessaires si la convergence était plus rapide et, de l'autre, des interventions n'auraient pas atteint les montants exceptionnels observés si les taux d'intérêt avaient été ajustés à temps.

Enfin, les Suppléants sont d'avis que les Gouverneurs devront répondre à la lettre du Chancelier Lamont avant le Sommet d'Edimbourg, indiquer qu'ils prennent les mesures requises pour étudier les questions soulevées par les événements récents et spécifier le domaine que le Comité entend couvrir. La lettre devra préciser que, sans préjuger de l'étude, il ne sera guère raisonnable de susciter des attentes de révision de grande ampleur des règles qui régissent le Système.

3. Discussion par le Comité

M. Ciampi déclare que les événements de septembre ont porté un grand tort au SME et que le prestige et la crédibilité des banques centrales s'en sont également ressentis. Pendant des années, le Comité s'est enorgueilli des progrès réalisés sur la voie de la convergence, attribuables dans une large mesure au bon fonctionnement du SME, qui a été longtemps crédible pour les marchés. Les faiblesses naturelles du Système en période de transition ont été révélées: premièrement, celle qui est inhérente, dans la phase actuelle de transition, à la liberté totale des mouvements de biens et de capitaux, alors que la politique monétaire demeure entre les mains des autorités nationales; deuxièmement, un degré de cohésion plus faible que prévu entre les pays membres. Les banques centrales de la Communauté ont généralement donné l'impression qu'elles n'étaient pas aptes ni prêtes à faire face à des mouvements aussi importants et inattendus des capitaux et qu'elles ont réagi comme des institutions individuelles et non comme membres d'un système, d'où le risque d'un effondrement du SME. Le Système, et non une monnaie donnée, a été attaqué,

ainsi que l'a montré le fait que, au cours de la période qui a suivi le référendum français, le franc français a été soumis à des pressions; les marchés ont estimé pouvoir attaquer une monnaie en dépit du fait que les données fondamentales économiques du pays sont saines. Ce serait une grande erreur que de considérer ce qui s'est produit comme un simple épisode au terme duquel tout pourrait redevenir normal, sans analyser les événements et sans se pencher sur les remèdes. M. Ciampi se préoccupe du délai trop long envisagé par les Suppléants pour examiner les événements récents. Une autre tempête peut se lever avant que l'étude ne soit achevée. Un bond en avant s'impose dans la gestion du SME; il ne s'agit pas d'inventer de nouvelles règles, mais plutôt d'interpréter et d'appliquer correctement celles qui existent. Le travail des Gouverneurs devrait s'inspirer de l'intention commune de mettre en place l'UEM en quelques années. Les divers organismes directeurs du Système, y compris le Comité des Gouverneurs, ne doivent pas seulement servir de forum pour un échange d'informations, mais s'efforcer de préparer la voie à des décisions, même si la responsabilité ultime appartient aux autorités nationales. C'est pour ces raisons qu'il a rédigé la note qui, comme l'a indiqué le Président, sera transmise aux Suppléants et dans laquelle les principes de base régissant l'Accord du SME de 1987 sont rappelés. Il n'a pas examiné de façon exhaustive l'ensemble des problèmes auxquels le Comité est confronté, mais s'est plutôt concentré sur les procédures de réalignement, la définition et les modifications des moyens de défendre la grille de parités. L'accord sur le niveau approprié des parités de change devra être réalisé conjointement et ne pas être le résultat d'une décision individuelle ou isolée. Il conviendra de réexaminer les parités à intervalles réguliers et de les surveiller de près. Tous les pays membres doivent être disposés à défendre les parités établies d'un commun accord; il faudra déterminer dans quelle mesure il est nécessaire de renforcer les instruments disponibles pour parvenir à cette fin. Dans le même temps, les divers pays doivent être prêts à envisager une modification de la parité s'il apparaît que, pour l'ensemble du Système, celle-ci n'est plus adéquate. Pour éviter un chevauchement de certains aspects, il conviendra de coordonner l'analyse du SME qu'effectueront les Gouverneurs en réponse à la demande du Conseil européen et le travail que doivent entreprendre les Suppléants du Groupe des Dix, sous la présidence de M. Dini.

M. Leigh-Pemberton déplore fortement la nouvelle sortie de la livre sterling du MCE. L'intention du gouvernement britannique est toutefois qu'elle le rejoigne dès que possible. Il estime que l'opinion politique au Royaume-Uni, défavorable dans son ensemble au retour, peut être surmontée si des arguments convaincants sont présentés sur une parité appropriée et sur les performances anti-inflationnistes du Royaume-Uni. Il s'agit pour l'instant essentiellement de convaincre les marchés que l'orientation anti-inflationniste reste inchangée. Le Chancelier a exposé son programme d'action dans une lettre à un Comité parlementaire; M0 demeure un indicateur objectif et l'on continuera également de surveiller de près M4. En outre, on tiendra compte du taux de change et de l'évolution de l'économie réelle, en particulier des prix des actifs. Il y aura aussi des réunions mensuelles entre représentants de la Bank of England et du Trésor sur la base d'évaluations régulières, établies par ce dernier, de la situation en matière d'inflation. A l'avenir, les modifications des taux d'intérêt officiels seront précédées de réunions conjointes entre la banque centrale et le Trésor, et l'ajustement des taux d'intérêt fera l'objet d'une note explicative. Enfin, chaque trimestre, la Bank of England fera sa propre déclaration sur la situation en matière d'inflation; le public et les marchés seront ainsi en mesure de se rendre compte de quelle façon les autorités mettent en oeuvre leur politique monétaire. Cette plus grande transparence peut permettre à la banque centrale d'être mieux comprise et de voir son influence s'accroître. Cependant, les récents commentaires du Premier Ministre indiquant que la politique du gouvernement se concentrera plus nettement sur les mesures destinées à encourager la croissance et à développer l'emploi ont été interprétés par les médias comme un infléchissement de son orientation anti-inflationniste au profit d'une croissance à tout va. M. Leigh-Pemberton a expliqué au Comité parlementaire que cette réorientation est une reconnaissance réaliste du marasme de l'économie britannique. Après la dépréciation récente de la livre, la baisse de 2 points des taux d'intérêt et l'assouplissement de la politique monétaire se justifient, étant entendu qu'il conviendra de resserrer les politiques en cas de signes de résurgence des pressions inflationnistes. L'"excédent d'endettement" au Royaume-Uni exerce un effet restrictif sur la confiance des ménages et des investisseurs ainsi que sur le niveau des prix des actifs. Le Chancelier insistera probablement dans sa déclaration d'automne sur la détermination du gouvernement de maintenir le niveau des

dépenses publiques indiqué précédemment. Cependant, on enregistrera un déficit budgétaire élevé pour l'année en cours et même plus important pour 1993. Cette situation n'est acceptable que si elle est censée refléter principalement l'action des stabilisateurs automatiques et si la politique budgétaire va être resserrée au fur et à mesure que se manifeste la reprise de l'économie britannique et qu'apparaissent de nouvelles tensions inflationnistes. Des réductions supplémentaires des taux d'intérêt auront sans doute lieu avant la fin de l'année, ce qui se conçoit compte tenu de l'état déprimé de l'économie. Beaucoup dépend de l'accueil qui sera réservé à la déclaration du Chancelier du point de vue de sa crédibilité personnelle et de celle du gouvernement.

M. Schlesinger déclare que l'évaluation des problèmes présentés par le Comité comporte deux faiblesses. Premièrement, on y fait fréquemment référence à l'absence de symétrie des politiques. Il ne sert à rien de concentrer les discussions uniquement sur les problèmes des pays dont les monnaies se sont dépréciées puisque les pays à monnaie forte ont également leurs problèmes et ont joué un rôle important au sein du Système. La Deutsche Bundesbank est très consciente de ses responsabilités au sein du SME. Cependant, les interventions obligatoires de DM 65 milliards, financées par recours au FTCT, peuvent se traduire par une perte de change d'environ DM 1 milliard. En outre, du fait des entrées massives constatées à la suite des interventions tant intramarginales qu'obligatoires, de DM 92 milliards au total, la maîtrise de la masse monétaire se révèle plus difficile en Allemagne. Fin septembre, M3 avait progressé de 11%, contre 8,5% en août, et l'expansion sera plus forte en octobre. La seconde faiblesse de l'évaluation a trait à la manière d'éviter les difficultés à l'avenir. L'étude devra analyser l'ensemble de la période qui s'est écoulée depuis le dernier réalignement en 1987 pour comprendre ce qui s'est passé. Au cours de cette période, le niveau des prix s'est accru de 15% dans certains pays et de 35% dans d'autres; dans ces conditions, le Système ne pouvait pas demeurer stable. Il faudra faire comprendre aux hommes politiques qu'ils ne peuvent pas se contenter d'agir sous la pression d'événements politiques tels que le référendum français car les marchés opèrent plus rapidement sur la base d'anticipations. Il ne suffit pas de dire que fondamentalement le SME est une bonne chose; si un réalignement est nécessaire, les parties concernées, y compris les hommes politiques, doivent se rencontrer personnellement pour le négocier plutôt que de

recourir au téléphone. M. Schlesinger ajoute que les tensions au sein du SME ne peuvent pas être allégées en demandant à un pays dont la monnaie est relativement forte sur les marchés des changes, mais qui rencontre des problèmes inflationnistes sur le plan interne, d'abaisser ses taux d'intérêt; cela peut conduire à une hausse des prix. La priorité de la stabilité des prix est essentielle selon les règles du SME ainsi que dans le Traité de Maastricht.

M. Duisenberg déclare que, à partir du moment où les relations de change ont perdu leur crédibilité sur les marchés, il sera de plus en plus difficile de maintenir les parités, et ce d'autant plus que la crédibilité des autorités pour défendre les taux de change par une hausse des taux d'intérêt a elle aussi disparu. Il rappelle que les règles de Bâle/Nyborg prescrivent une utilisation souple des interventions intramarginales et des taux d'intérêt, des réalignements rapides ainsi que l'abstention, dans la mesure du possible, de déclarations publiques sur la situation en matière de taux de change. Il a été fait valoir au Royaume-Uni que le relèvement des taux d'intérêt va à l'encontre du but recherché puisqu'il affecte l'acceptation de l'UEM; cela revient à dire que, dans les circonstances actuelles, le Royaume-Uni ne pourra pas continuer à participer au MCE car cela s'oppose à la nécessité de recourir de façon souple aux taux d'intérêt. Là où le taux de change et le dosage des moyens d'action étaient harmonisés, comme dans le cas de la France, la crédibilité a été affectée par d'autres facteurs, notamment par les événements concernant la lire italienne et la livre sterling. La leçon en est que d'autres participants ont été prêts à aller très loin sur la voie de la coopération pour sauver le Système. Ce qu'il faut, ce n'est pas tellement modifier les règles, mais les appliquer de manière plus résolue.

M. Leigh-Pemberton répond que l'instrument des taux d'intérêt est un élément important de l'action des autorités britanniques; cependant, lors des tensions récentes, l'état de l'économie du Royaume-Uni était tel qu'un relèvement des taux d'intérêt n'aurait été crédible ni économiquement ni politiquement.

M. Duisenberg rappelle qu'il a déclaré au moment de l'attaque contre le franc français que les taux d'intérêt ne peuvent pas servir tout à la fois à relancer l'économie en état de récession et à défendre le taux de change.

M. Leigh-Pemberton déclare que dans le cas de la France les marchés se sont rendu compte que l'économie française pouvait supporter des niveaux élevés de taux d'intérêt pour soutenir le taux de change, alors qu'ils étaient persuadés qu'il n'en allait pas de même au Royaume-Uni.

M. de Larosière déclare que la diminution de l'écart entre les taux d'intérêt aux Etats-Unis et en Europe, du fait principalement de la réduction des taux allemands, favorise l'établissement d'une situation plus stable en Europe en matière de taux de change. De plus, les taux longs aux Etats-Unis se sont inscrits en hausse en raison des incertitudes au sujet de la politique budgétaire de l'Administration Clinton, tandis qu'en Europe ils ont reculé. En conséquence, le dollar est monté à un niveau plus satisfaisant, mais son ascension ne devrait pas entraîner des difficultés d'ordre inflationniste pour les pays européens. Son opinion sur la position de la France au cours de la récente crise au sein du SME: rien n'aurait été possible si les données fondamentales avaient été défavorables et si le franc français s'était trouvé à un niveau non compétitif. En outre, la déclaration de la Deutsche Bundesbank indiquant qu'il n'y avait pas de problème de fond au sujet de la parité deutsche mark/franc français et l'octroi des importantes lignes de crédit par la banque centrale allemande à la Banque de France a été favorisée par la crédibilité des données fondamentales. Cela a permis aux autorités monétaires françaises d'entreprendre une action très vigoureuse pour défendre le franc. Ainsi, le taux au jour le jour est monté à plus de 30% en une séance et s'est maintenu à plus de 20% pendant plusieurs jours. Les sorties de capitaux ont été totalement inversées depuis lors, l'endettement à court terme a été intégralement remboursé et les réserves de change reconstituées. Les taux d'intérêt enregistrent en ce moment une tendance à la baisse, bien que la prudence soit de mise pour maintenir une pression maximale sur les positions courtes en francs français et rendre leur détention coûteuse. Ils sont à présent inférieurs à leurs niveaux du début de la crise. M. de Larosière pense comme M. Duisenberg qu'il n'est pas nécessaire de s'engager dans une réforme du MCE de grande ampleur, mais qu'il faudrait plutôt s'efforcer d'améliorer les résultats en matière de lutte contre l'inflation et insister sur une convergence accrue. Il partage l'opinion de M. Ciampi sur la nécessité de renforcer les procédures de surveillance multilatérale.

En ce qui concerne la remarque de M. de Larosière au sujet de l'impossibilité de défendre une politique si les données fondamentales vont dans le mauvais sens, M. Doyle déclare que malheureusement l'inverse n'est pas vrai. Dans le cas de l'Irlande, tout allait bien côté données fondamentales - excédent de près de 8% du PIB de la balance des paiements, endettement de l'Etat inférieur à 2,5% et taux d'inflation de 2,8% sur les douze mois se terminant en août - et pourtant la livre irlandaise a été soumise à de fortes pressions. Il s'agissait d'une question de perception par les opérateurs du marché. Pour faire face à la crise, les autorités irlandaises ont utilisé tous les instruments de Bâle/Nyborg: interventions intramarginales massives; monnaie ramenée au plancher de la bande étroite du MCE; recours aux facilités de financement à très court terme et relèvement considérable des taux d'intérêt. Enfin, il a été recouru aux contrôles de changes existants, mais le gouvernement irlandais a indiqué par ailleurs que l'ensemble des restrictions de capitaux seraient abolies au 1er janvier 1993. La pression qui s'est exercée sur la livre irlandaise est due au fait que le marché l'estime liée de façon indissociable à la livre sterling; les difficultés ont commencé le jour où la monnaie britannique a quitté le MCE. Si une partie importante des exportations irlandaises, concentrée sur trois ou quatre secteurs à forte utilisation de main-d'oeuvre, se dirige vers le Royaume-Uni, il ne s'agit pas d'un chiffre très élevé par rapport au volume global du commerce extérieur. Le gouvernement irlandais est déterminé à ne pas laisser sa monnaie être tirée vers le bas par la livre sterling. La crise récente a montré qu'en raison de la psychologie du marché des pressions arbitraires peuvent toujours se manifester, en dépit de données fondamentales saines. De plus, par suite de la déréglementation et de l'atténuation des contrôles de change, toute la scène financière internationale s'est modifiée, cependant l'Accord de Bâle/Nyborg n'a pas été amendé pour tenir compte de cette évolution; il convient d'y porter remède. L'autre leçon qui s'est dégagée de l'expérience récente est que l'utilisation de la largeur intégrale de la bande du MCE n'a pas atténué, mais au contraire renforcé les pressions du marché, étant donné que la monnaie était considérée comme une candidate à la dévaluation. Un enseignement de la crise est que tout Etat membre a intérêt à soutenir et à préserver le Système, et non seulement ceux dont les monnaies sont sous pression. Il faut coordonner les actions des autorités de façon à empêcher qu'une monnaie après l'autre ne soit attaquée et il faut trouver

un moyen de faire face aux pressions avant que la marge ne soit atteinte; sinon le Système ne pourra survivre. Enfin, M. Doyle partage l'opinion de M. Duisenberg que les autorités devront faire preuve de retenue en ce qui concerne les déclarations publiques.

M. Rojo indique qu'il convient d'améliorer les règles de procédure du MCE et d'aborder de manière collective les problèmes que les différentes politiques économiques nationales posent au fonctionnement du Système. Mais il ne pense pas que les récentes politiques monétaires aient constitué le facteur essentiel; les problèmes ont été en grande partie le résultat d'une combinaison inappropriée des politiques monétaires et budgétaires. Les Gouverneurs devront examiner s'ils convient d'intervenir davantage auprès des gouvernements nationaux pour les amener à corriger ces dosages inappropriés. Cette opinion devra être transmise au Conseil ECOFIN.

Le Président invite M. Christophersen à donner son opinion sur la situation avant le Sommet d'Edimbourg.

M. Christophersen déclare que, premièrement, la Commission incitera le Conseil ECOFIN à améliorer les règles de procédure pour mettre en oeuvre la surveillance multilatérale, et ce de façon plus rigoureuse. Deuxièmement, il convient de renforcer le processus de convergence. Ainsi, l'absence de convergence en Italie a sapé la politique monétaire poursuivie par la banque centrale; l'économie italienne s'est donc trouvée en position vulnérable et affaiblie au moment où des pressions se sont manifestées. Troisièmement, en ce qui concerne le MCE, quelques pays ont recouru récemment à des mesures indésirables, telles que l'application de restrictions aux mouvements de capitaux qui, il faut l'espérer, seront bientôt abolies. Pour ce qui est des procédures à suivre à l'avenir, il importe de faire preuve de prudence dans l'approche des questions de taux de change. La présidence britannique a d'abord proposé que les Ministres des Finances de la Communauté assistent au Sommet de Birmingham. Mais la Commission et quelques gouvernements ont conseillé d'y renoncer car cela créerait des attentes et donnerait aux marchés de nouvelles possibilités de se porter sur une date précise. Au premier semestre de 1993, de nouvelles difficultés se manifesteront de toute façon en raison de la spéculation des opérateurs à l'approche du second référendum danois. La prudence devra donc être de mise pour éviter toute anticipation et les déclarations publiques ne devront pas faire état de modifications fondamentales du Système, mais plutôt d'améliorations techniques. Il ajoute que, à la suite des

négociations qui commenceront probablement début 1993, cinq nouvelles monnaies rejoindront sans doute le SME d'ici deux ou trois ans, dont la plupart souhaiteront participer à la bande étroite du MCE. Il importe de voir comment il est possible de les faire entrer sans à-coups. Enfin, début décembre, la Commission doit présenter ses prévisions de croissance pour la Communauté en 1993; elles se situeront entre 1 et 1,5%, mais un chiffre inférieur à 1% ne doit pas être exclu. Beaucoup dépendra de l'évolution en Allemagne et au Royaume-Uni. La présidence britannique proposera sans doute d'inviter la Commission à présenter des réflexions sur la relance de la croissance. M. Christophersen ne pense pas qu'un assouplissement de la politique monétaire soit suffisant pour raviver la croissance, cependant d'un autre côté la marge est trop restreinte pour toute stimulation budgétaire, un certain nombre d'Etats membres se voyant contraints de resserrer leur politique dans ce domaine. En dehors de l'Italie, la marge de manoeuvre est également limitée en Belgique, en Grèce et en Espagne. On pourra permettre aux stabilisateurs automatiques d'entrer en jeu, mais la seule alternative réelle consiste à affecter les ressources disponibles aux investissements publics. Côté recettes, on peut seulement envisager la possibilité de créer des incitations budgétaires supplémentaires financées par l'épargne publique. Une meilleure coordination des politiques est nécessaire pour accroître l'efficacité du fonctionnement du marché, obtenir un degré plus élevé de concurrence et réduire la dépendance envers les aides de l'Etat.

En conclusion, le Président déclare que l'analyse de la crise du SME devra être achevée dans trois mois et qu'un projet de lettre du Président à M. Lamont sera transmis préalablement aux Gouverneurs pour avis.

III. Adoption par le Comité du rapport destiné aux Ministres des Finances des pays de la CEE concernant l'évolution sur les marchés des changes des dix-neuf pays participant à la concertation au cours des mois de septembre et d'octobre et des premiers jours de novembre 1992

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

IV. Travail préparatoire pour le passage à la phase finale de l'UEM

Le Comité examine la note, préparée par le Secrétaire Général, de la réunion tenue le 15 octobre par les présidents des sous-comités et groupes de travail.

1. Tableau synoptique des programmes de travail et coordination du travail préparatoire

Le Comité partage l'opinion des Suppléants selon lesquels le tableau synoptique des programmes de travail doit avant tout servir à accroître la transparence du travail préparatoire, mais que ce dernier doit être effectué de manière souple. Cela implique également que les questions pourront être portées à l'attention du Comité des Gouverneurs en dehors des dates prévues pour l'établissement des rapports. Le Comité approuve aussi les procédures suggérées pour assurer la coordination du travail préparatoire. Il convient de se demander si le nombre de rapports devant être remis au Comité en 1993 ne surchargera pas ses réunions régulières.

2. Méthodes de travail des sous-comités et groupes de travail

M. Rey déclare que les Suppléants souscrivent à la proposition visant à établir une estimation des dépenses de fonctionnement pour 1993 des divers sous-comités et groupes de travail. Il est souligné que cette procédure n'est pas destinée à allouer un budget à chaque comité ou groupe de travail, mais plutôt à se faire une idée globale des besoins budgétaires de chacun et d'éviter une prolifération des sous-groupes. Les Suppléants reconnaissent que les méthodes de travail devront être adaptées de façon souple par les présidents respectifs aux divers besoins, mais qu'il est souhaitable de maintenir le principe de l'autorisation préalable, par les Gouverneurs, de l'établissement de sous-groupes permanents. Un sous-groupe doit être considéré comme permanent s'il est censé se réunir plus de deux fois en l'espace de douze mois. En outre, une proposition de création d'un sous-groupe ne doit pas être examinée au sein du sous-comité ou groupe de travail.

Le Comité approuve les vues exprimées par les Suppléants.

3. Renforcement du personnel du Secrétariat

M. Rey déclare que les Suppléants ont également approuvé la proposition de recruter un rapporteur pour le Sous-Comité de politique des changes et deux experts statisticiens. Ces derniers appuieront deux formations techniques qui seront créées pour assumer la responsabilité de l'activité effectuée actuellement dans le cadre d'EUROSTAT en matière de statistiques monétaires et bancaires et de statistiques de flux et de stocks de capitaux de la balance des paiements. Les Suppléants ont recommandé que la demande d'un expert en matière de télécommunications pour assister le Groupe de travail sur les systèmes d'information doit être reportée à la séance de décembre des Gouverneurs, des renseignements complémentaires devant être fournis à cet égard par le Président du Groupe de travail. Enfin, les Suppléants ont proposé que la demande d'un second rapporteur pour la réunion de travail sur les systèmes de paiement de la CEE soit reportée à une date ultérieure.

En ce qui concerne la demande d'un expert technicien pour assister le Groupe de travail sur les systèmes d'information, M. de Larosière déclare qu'un tel expert semble nécessaire pour permettre au groupe d'effectuer son travail.

Le Comité fait siennes les recommandations des Suppléants. Il approuve le recrutement d'un rapporteur pour le Sous-Comité de politique des changes et de deux experts statisticiens et décide d'examiner la question du recrutement d'un expert en télécommunications à la réunion de décembre sur la base de précisions supplémentaires fournies par les Suppléants.

4. Relations avec les tiers

M. Rey déclare que les Suppléants ont approuvé la proposition de laisser la décision d'instaurer des relations de travail de nature technique (avec les institutions internationales, les banques, les associations bancaires et organismes similaires) aux divers sous-comités et groupes de travail à condition que le Comité des Gouverneurs en soit informé avant l'établissement de toute relation. En ce qui concerne néanmoins la participation d'observateurs des pays de l'AELE, il est souhaitable - à moins qu'il y ait une base juridique stable pour une telle coopération, ce qui est le cas pour le Groupe de travail sur les

statistiques - que de telles demandes soient soumises aux Gouverneurs et non traitées directement par les divers sous-comités et groupes de travail.

Le Comité approuve cette proposition.

V. Suivi de la session spéciale du Conseil européen du 16 octobre 1992

Cette question est traitée sous le point II.

VI. Questions relatives au Système monétaire européen

Le Président rappelle que les principes révisés régissant l'accord préalable aux interventions en monnaies communautaires et l'instrument amendant l'Article 16.1 de l'Accord du SME ont été acceptés par les Gouverneurs lors de leur séance de septembre. Comme il n'était pas indiqué de rendre publiques, à ce moment-là, les modifications des procédures d'intervention, la signature officielle de l'instrument a été reportée à la présente séance. Compte tenu du mandat du Conseil européen (voir point II ci-dessus), une déclaration publique sur les procédures d'intervention du SME risque toujours de susciter de la confusion et des malentendus. Il est donc proposé d'adopter formellement les textes définitifs et d'en informer les Ministres des Finances par l'intermédiaire de la présidence tout en abandonnant l'idée d'un communiqué de presse.

M. Schlesinger déclare que la décision d'amender l'Article 16.1 de l'Accord du SME a été prise à la lumière des expériences faites jusqu'au début de septembre 1992 sans tenir compte des événements enregistrés depuis lors. Les règles amendées ont été conçues sur la base de volumes d'intervention nettement inférieurs à ceux observés depuis début septembre. Ces dernières semaines, des interventions d'une ampleur sans précédent ont été nécessaires sur les marchés des changes, avec des ventes obligatoires de deutsche marks de DM 65 milliards. Selon les règles amendées soumises aux Gouverneurs, l'Allemagne pourra être obligée d'accepter des montants illimités d'Écus officiels des pays débiteurs; il est estimé que l'utilisation possible de ces actifs en Écus est très restreinte. Sans souhaiter présenter des propositions spécifiques, M. Schlesinger a le sentiment que la solution aux questions soulevées par les événements récents devra être recherchée dans un examen des modalités de fonctionnement du SME, y compris la question de savoir si une approche plus souple est requise en ce qui concerne la modification des parités et un

réexamen des règles d'intervention. Il conviendra donc d'étudier l'amendement de l'Article 16.1 à la lumière des expériences récentes et de différer la décision de signer l'amendement en attendant le résultat de l'examen du SME.

M. de Larosière se déclare consterné par cette annonce. L'amendement dont les Gouverneurs sont présentement saisis est le résultat de discussions qui se sont étalées sur une période de quelque cinq années et demie et qui avaient déjà fait l'objet de plusieurs reports. Il a le sentiment que les Gouverneurs devraient honorer la décision prise lors de leur séance de septembre.

M. Ciampi déclare comprendre le point de vue de M. Schlesinger, tout en soulignant qu'un accord permettant le règlement à 100% en Écus a été conclu il y a cinq ans; il ne voit pas la raison pour laquelle la décision formelle devrait être de nouveau ajournée.

M. Schlesinger déclare comprendre les opinions exprimées par ses collègues, mais souligne que l'accord que les Gouverneurs ont conclu en septembre était correct à la lumière des expériences faites jusqu'à cette date; l'expérience enregistrée depuis lors a été toutefois très différente. Il se demande si d'autres banques centrales seraient prêtes à accepter des avoirs s'élevant à Écus 14 milliards dans leurs bilans.

M. de Larosière déclare que l'accord visant à porter à 100% l'utilisation des Écus officiels pour le règlement des dettes en cours est le résultat de négociations dans lesquelles d'autres membres du Comité ont fait des concessions dans d'autres domaines. Il ajoute qu'il existe une clause dans l'Accord du SME selon laquelle les Écus officiels détenus par un pays créancier peuvent être mobilisés, en cas de besoin, par exemple en échange de dollars EU. Il lui apparaît donc fâcheux de remettre en cause le principe convenu selon lequel un pays débiteur peut régler ses opérations de financement à très court terme jusqu'à concurrence de 100% en Écus officiels.

M. Schlesinger estime que les possibilités d'utiliser les Écus officiels sont plutôt limitées. Il souligne qu'il demande simplement un report de la décision formelle et n'exclut pas que l'accord réalisé en septembre puisse être accepté par la Deutsche Bundesbank. Il s'agit néanmoins d'une question de principe et il serait donc judicieux de la reconsidérer dans le contexte plus vaste des récentes turbulences sur les marchés des changes et en tenant spécialement compte du montant maximum

d'interventions obligatoires qu'un pays créancier sera obligé d'accepter à l'avenir.

M. de Larosière est d'avis que si une question de principe se pose, elle aurait dû être soulevée lors des discussions au cours des cinq années précédentes. Cependant, les événements qui se sont produits sur les marchés des changes en septembre n'ont pas modifié les principes de base. Il n'aurait pas souhaité que les membres s'engagent dans des négociations - qui ont nécessité des concessions de la part de toutes les banques centrales - uniquement pour voir se poser au dernier moment une question de principe qui risque de modifier les accords conclus; cela ne peut conduire qu'à un problème de confiance. Il demande à M. Schlesinger de reconsidérer sa position et d'accepter de signer l'amendement.

M. Duisenberg déclare avoir participé aux discussions depuis le début et, bien qu'il n'ait jamais été un fervent partisan de la proposition visant à porter à 100% les obligations de règlement en Écus officiels, il est prêt à se conformer à l'accord. Il peut s'accommoder d'un ajournement de la signature de l'amendement même si cela ne changera pas son intention de le signer.

Le Comité convient de différer la signature de l'amendement et d'en référer au Comité des Suppléants pour examen.

VII. Stratégies de politique monétaire pour la Banque centrale européenne et leur mise en oeuvre

Ce point a été examiné lors de la réunion restreinte du Comité des Gouverneurs (voir remarques du Président en début de séance).

VIII. Autres questions relevant de la compétence du Comité

1. Dépenses encourues au nom du Comité au deuxième trimestre de 1992 et prévisions révisées pour 1992

Se référant au relevé des dépenses établi par le Secrétariat pour le deuxième trimestre de 1992, M. Doyle déclare au nom du Comité d'affaires financières que les dépenses ont dépassé d'un peu moins de 7% l'estimation au prorata réalisée sur la base de la projection annuelle initiale. La principale raison en est que le nombre de réunions au cours du deuxième trimestre a été plus élevé que prévu. Cela rejoint les observations précédentes du Président au sujet de la nécessité de maintenir un contrôle

étroit sur le nombre de sous-groupes, étant donné que l'un des postes de dépenses le plus important concerne les frais d'interprétation et de voyage qui y sont liés. Ce qui revêt une plus grande importance est l'estimation révisée pour l'année entière: le montant annuel des dépenses dépassera probablement l'estimation initiale d'environ 25% du fait de l'augmentation du nombre de réunions des sous-comités et des nouveaux groupes de travail, des coûts relatifs à l'accroissement du personnel du Secrétariat, du recours accru aux interprètes et des coûts relatifs à la publication du "Livre bleu" et du Rapport annuel du Comité. Ce dépassement n'est pas vraiment surprenant vu l'élargissement du domaine d'activité du Comité des Gouverneurs. Le Comité d'affaires financières passera en revue les estimations pour 1993 avec le Secrétariat afin de s'assurer de leur bien-fondé et de filtrer les problèmes éventuels au fur et à mesure qu'ils se posent; il ne sera cependant pas nécessairement en mesure de juger quelle réunion projetée peut être considérée comme non indispensable.

2. Réunion avec les Chefs du personnel des banques centrales de la CEE

M. Rey rappelle que lors de la réunion d'avril 1992 les Gouverneurs ont invité les Suppléants à entamer le travail préparatoire sur les politiques de personnel de l'IME. Suite à un échange de vues préliminaire, au cours duquel les principes généraux ont été établis, les Suppléants ont demandé aux Chefs du personnel des banques centrales d'examiner les implications pratiques de ces principes directeurs. Lors d'une réunion présidée par le Secrétaire Général en octobre, les Chefs du personnel ont estimé qu'un certain nombre de questions, telles que le barème des traitements et les avantages sociaux, ainsi que d'autres aspects comme la procédure interne de règlement des litiges, la représentation du personnel et un code de bonne conduite, soulèvent divers problèmes techniques qui nécessitent un examen plus détaillé. Sous réserve de l'approbation des Gouverneurs, les Chefs du personnel sont prêts à effectuer le travail technique requis. Ils proposent de le faire sans se constituer pour autant en un groupe de travail en bonne et due forme du Comité. Cette façon de procéder ne comportera pas de coûts pour le Comité des Gouverneurs; la question se pose néanmoins de savoir si les frais d'interprétation pour les réunions des Chefs du personnel dans le cadre de cette activité pourront être supportés par le Comité conformément à la

pratique établie pour les sous-comités et groupes de travail. Les Suppléants recommandent d'approuver les propositions des Chefs du personnel tout en insistant sur le fait qu'aucun nouveau groupe de travail ne peut être créé et que les Chefs du personnel doivent éviter de mettre en place une sous-structure élaborée. Sous cette réserve, les Suppléants recommandent que le Comité des Gouverneurs autorise le remboursement des frais d'interprétation.

Le Comité approuve la recommandation des Suppléants.

IX. Date et lieu de la prochaine séance

La prochaine séance du Comité des Gouverneurs aura lieu à Bâle, le mardi 8 décembre 1992.

* * *

Avant de clore la séance, le Président souhaite la bienvenue à M. Robert qui succède à M. Cappanera en qualité de Directeur Général des Services étrangers de la Banque de France.

270ème SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS

LE 10 NOVEMBRE 1992

Sont présents:

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

* Président du Comité des Suppléants.