

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

Confidentiel

Projet

219<sup>e</sup> SEANCE

BALE, LE MARDI 10 NOVEMBRE 1987 A 10 HEURES

---

Ordre du jour

Point I: Approbation du procès-verbal de la 218<sup>e</sup> séance

Le président: J'ouvre la séance. Le premier point: l'approbation du procès-verbal de la 218<sup>e</sup> séance. S'il n'y a pas d'observations, le procès-verbal sera ainsi approuvé avec quelques retouches de forme qui nous ont été soulevées au Secrétariat.

0020

Point II: Surveillance des développements et des politiques économiques et monétaires dans la CEE ...

Aujourd'hui pour la première fois nous allons faire l'expérience de l'exercice dit "de surveillance" (monitoring) et ce sera

M. Dalgaard, dans le groupe, qui préside, qui nous rendra compte de la discussion qui a eu lieu et qui nous permettra de déboucher sur une discussion. Nous n'en sommes aujourd'hui qu'à une procédure de caractère expérimentale que nous devons affiner ensemble au cours des futures rencontres et nous pourrons, en conclusion plus tard, récolter les suggestions que vous voudrez bien présenter, que nous adresserons à nos collaborateurs pour que ce système se rôde et se développe le mieux possible. M. Dalgaard, voulez-vous... Avant de donner la parole à M. Dalgaard, cependant, permettez-moi d'adresser mes voeux de bienvenue à M. Costa qui, pour la première, participe à une réunion en tant que Directeur des Affaires économiques de la Communauté. M. Dalgaard...

0046

M. Dalgaard: Je vous remercie M. le Président. C'est effectivement la première fois que je fais rapport au titre de la surveillance - procédure nouvelle - que nous avons eu dimanche après-midi cette première fois et j'essayerai de refléter le plus fidèlement possible ce qui s'y est dit, cependant je précise que le présent rapport est présenté sous ma responsabilité personnelle. Nous avons préparé une série de graphiques, un jeu de graphiques montrant les cours, les taux, les interventions pour les différents pays. Le secrétariat a également sorti un rappel des événements macro-économiques les plus importants dans les pays de la Communauté. Vous avez reçu la documentation complète. Cependant, aussi bien cette documentation que mon exposé sont à prendre à titre expérimental que nous allons vouloir améliorer, affiner au cours des mois à venir; hier déjà, les suppléants par exemple ont fait des propositions d'amélioration de la documentation. Les marchés: les deux mois depuis notre dernière rencontre de septembre ont été caractérisés par des événements assez variés. Jusqu'à

la mi-octobre la situation était en général tranquille, en particulier depuis, vers la mi-octobre les marchés ont été très agités. L'origine était la baisse très brutale du dollar et récemment rien de fondamental n'a vraiment changé: gros déficit de la balance des paiements, gros déficit budgétaire et aucune amélioration nette ne paraît imminente. Cependant le dollar est resté à peu près stable de fin janvier à mi-octobre au cours de cette année. C'était surtout la conviction dans le marché que les grands pays feraient tout pour assurer le respect des accords du Louvre. On pensait que c'était le plus plausible puisque ces pays avaient fait la démonstration de leur détermination par des interventions massives d'abord et en creusant fortement les différentiels de taux notamment par une augmentation importante des taux américains. Récemment le marché a perdu sa confiance à l'égard de cet accord parce que notamment les déclarations de M. Backer et d'autre paraissaient confirmer des désaccords et parce que la réaction américaine à la débâcle boursière avaient été interprétées par le marché comme la disposition des autorités américaines à laisser filer de plus en plus bas le dollar, au moins jusqu'aux élections en novembre de l'année prochaine. Nos déclarations en faveur et à l'appui de l'accord du Louvre et des interventions modestes pour soutenir le dollar - y compris les interventions concertées modestes de la CEE - n'ont cependant pas suffi pour convaincre le marché que certains pourraient faire plus que simplement ralentir ce déclin du dollar. Il n'y a pas de raison mécanique cependant pour laquelle une baisse du dollar devrait déclencher des tensions graves dans le SME. L'expérience depuis mars 1985, donc quand le dollar a commencé sa décente, montre que la plupart du temps il n'y avait pas eu de problèmes graves dans le SME de ce fait; cette fois-ci cependant le nouveau déclin du dollar a déclenché des anticipations de réalignements du SME: dès la mi-octobre le deutsche mark et le florin ont commencé à s'apprécier à

l'égard des autres monnaies, ce développement est devenu plus intense fin octobre avec des rumeurs très généralisées de réalignements, les tensions sont apparues dans tous les indicateurs, comme vous voyiez dans les graphiques, les cours de change à l'approche des limites, les différentiels par rapport au deutsche mark sont creusés et les interventions se sont alourdies. Ces tensions sont apparues dans toutes les monnaies du SME, mais c'est le franc français qui a été le plus attaqué; la Banque de France a réagi par des interventions très importantes durant la semaine du 29 octobre (à peu près 7,5 milliards d'interventions), les deux premiers jours seulement déjà on avait totalisé 5,5 milliards. Ce sont des très hauts montants. Mais il faut les mettre en rapport avec le total du volume des marchés français; les paiements courants sont de l'ordre de 12 milliards par mois et les mouvements de capitaux et paiements à ce titre aussi à peu près du même montant. Face à cette pression, la Banque de France a réagi d'après les principes qui avaient été définis dans le rapport des gouverneurs aux ministres et confirmé à Nyborg, utilisation de tous les instruments disponibles, les interventions ont été faites non à un cours fixe mais par voie intramarginale, au contraire la Banque de France a laissé filer de plus de 2% le cours du franc français par rapport au deutsche mark. Puis, jeudi dernier, il y a eu une augmentation de 3/4% des taux officiels les plus importants, coordonnée avec une décision à l'autre bout de la Bundesbank de la réduction des taux lombards et du taux des prises en pension. Cette intervention coordonnée a fait l'objet d'un communiqué commun des deux banques centrales, suivi de déclarations communes des deux ministres des Finances de France et de la République fédérale. Jeudi après-midi déjà la pression sur le franc français était atténuée et il semble que l'effet des mesures prises était satisfaisante: la Banque de France n'est pas intervenue, ni vendredi, ni

lundi. Au total le cas français a été une démonstration d'excellente coopération - y compris l'utilisation de la nouvelle facilité de financement des interventions intramarginales, facilité qui a pu être utilisée pour les ventes de deutsche marks à concurrence de 3,5 milliards en octobre. Les autres monnaies du SME ont également subi des tensions, mais moins aiguës que pour le franc français. Je ne ferai pas le détail de ces diverses monnaies. Aujourd'hui je mentionnerai cependant que la banque des données a réagi en laissant filer de 2% la lire fin octobre, ce qui a suffi à stabiliser ce marché sans exiger beaucoup d'autres interventions et sans rendre nécessaire l'augmentation des taux officiels. En faisant le bilan de la situation du SME, le Groupe a estimé que les problèmes ont été jusqu'ici bien gérés, les tensions pourraient disparaître s'il n'y a pas de nouveaux coups arrivant de l'extérieur. Les experts ont cependant noté qu'il est difficile d'apercevoir ce qui pourrait arrêter le déclin du dollar et si ce déclin poursuivait à s'accroître, de nouvelles difficultés pourraient apparaître, difficiles à maîtriser. Nous sommes presque aux limites, il n'y a plus beaucoup de marges libres. Pour certains pays aller buter contre la limite pourrait susciter des anticipations malsaines d'un réalignement imminent; on peut, bien sûr, encore jouer sur les taux d'intérêt, mais ce serait très douloureux pour les taux en baisse dans les Pays-Bas et en Allemagne et hausses des taux d'intérêt éventuellement dans d'autres pays où il serait chaque fois difficile de défendre notamment des taux d'intérêt réels déjà élevés que l'on relèverait encore une fois. Le groupe d'experts également a parlé brièvement des autres monnaies du SME, ou plutôt des autres monnaies de la Communauté, pas encore SME, pas non plus mécanisme de change, nous avons noté surtout que la livre sterling s'est comporté comme un membre du SME avec un plafond de 3 vis-à-vis du deutsche mark. On peut dire qu'il a été utile à la livre sterling d'avoir eu un dollar faible, ce

qui normalement affaiblit la monnaie anglaise, et a donc enlevé un peu de la tension à la hausse de la livre. La Banque d'Angleterre est intervenue assez fortement pour stabiliser le cours de sa monnaie et a aussi accepté une certaine baisse des taux. L'effondrement récent de la Bourse a rendu acceptable cette baisse des taux d'intérêt. En Espagne, il y a eu des problèmes depuis le printemps: taux d'intérêt élevés, ce qui a déclenché les importations de capitaux, ce qui affecte la peseta. En septembre, dernière poussée de la peseta, la crise du dollar jusqu'ici a eu un effet calmant sur cette appréciation, et vis-à-vis du deutsche mark le cours de la peseta a baissé de nouveau, il y a eu une sortie de deutsche marks importante, mais qui a permis jusqu'ici de limiter l'excès de liquidités et les taux d'intérêt ont baissé. La drachme et l'escudo portugais, ces deux monnaies n'ont pas subi de problèmes particuliers. M. le Président je finis par deux commentaires qui touchent à des questions connexes. D'abord le système de mobilisation. Je voudrais attirer votre attention sur le fait que la mobilisation des Ecus par la Banque d'Italie en septembre n'a pas fonctionné aussi harmonieusement que la dernière fois parce qu'une des banques centrales n'a pas observé les délais stipulé, par conséquent il y a eu un retard de deux ans avant que la Banque d'Italie ait reçu les fonds, un retard qui a aussi donné lieu à une certaine confusion parce que d'autres banques centrales ne savaient pas quelle était la valeur avant la dernière minute pour ainsi dire. Dernier point: le système téléphonique. Vous vous en souviendrez, c'est le premier novembre qui avait été fixé comme date de livraison, en fait l'installation est sur place dans les banques centrales, les stations de travail sont parfois déjà dans les bureaux, dans d'autres banques ce sera imminent. Ce qui signifie que toutes les personnes présentes ici auront bientôt un appareil qui vous reliera au système et il fonctionne, sauf encore des difficultés de début; nous n'avons pas encore

pour New York la ligne louée cependant. Le test final ne peut donc pas être fait avec tous les participants avant ce moment-là, mais on nous promet cette ligne au plus tard le 15 décembre. Mais dès maintenant vous pouvez utiliser cette installation pour des appels bilatéraux. C'est très simple, je vous recommande de demander d'abord à vos cambistes de vous montrer comment on fait.

0228

Le Président Merci M. Dalgaard. M. Dini, voulez-vous nous rendre compte des travaux des suppléants?

0231 M. Dini

0308

Le Président Merci M. Dini. Je crois que nous pourrions commencer la discussion. Je crois que nous n'allons pas prendre les problèmes de procédure de la surveillance d'abord, car ce sera une question d'intendance que nous reprendrons par la suite. Nous pourrions nous centrer maintenant sur les problèmes de fonds que nous ont présenté aussi bien M. Dalgaard que M. Dini.

0318

M. Godeaux M. le Président, dans le communiqué, non le "statement" puisque les mots doivent avoir leur précision - les gouverneurs du Groupe des Dix ont publié un statement de leur président et pas un communiqué - un

paragraphe avait une importance toute particulière et pour beaucoup d'entre nous c'était le plus important, celui qui soulignait les efforts et les succès qui ont été réalisés dans le domaine de la coopération monétaire européenne. Il me semble en effet que dans les circonstances où nous sommes plus que jamais le SME contient la seule oasis de stabilité dans un système par ailleurs promis à des variations que nous ne pouvons pas prévoir. Il me paraît que nous allons sans doute encore dans les prochaines semaines assister sans doute à une baisse supplémentaire du cours de change du dollar et, puisque nous faisons notre premier exercice de surveillance rapprochée, la question serait: "que pouvons-nous faire d'autre, de plus, de mieux, éventuellement, que ce qui a été fait jusqu'à présent?" M. Dalgaard l'a fort opportunément souligné, que la relation entre la Bundesbank et la Banque de France et les réactions que ces deux grandes banques centrales avaient organisées certainement en concert l'une avec l'autre avaient été un exemple de l'utilisation efficace des moyens que notre accord récent rendait possible. La question que je voudrais poser dans un monde qui manifestement n'a pas été stabilisé par le statement d'hier: "quelles sont les choses auxquelles nous pensons qu'il faut avoir recours, y-a-t-il une manière selon laquelle nous devons nous préparer à faire plus encore d'autre choses s'il convient de défendre un système dont certains prétendent qu'il est exposé à des dangers?". J'ai raconté hier que pendant la réunion du Groupe des Dix j'ai dû m'absenter un moment pour prendre une communication téléphonique du Ministre belge des Finances qui était assailli de questions des journalistes disant "est-il vrai qu'il va y avoir réaménagement dans le Système monétaire européen dans les heures ou dans les jours qui viennent?". Il me semble donc que le pronostic est assez probable, que c'est le genre de difficultés devant lesquelles nous allons nous trouver. Y-a-t-il une réplique efficace, convaincante, que l'Europe pourrait apporter à la

situation de désordre actuelle. Excusez-moi de poser la question dans des termes aussi généraux mais nous avons vu un exemple de collaboration entre deux de nos grandes banques centrales; quelle leçon pouvons-nous en tirer? pouvons-nous extrapoler cette leçon? Voilà en termes très généraux la question que je souhaitais poser M. le Président.

0381

Le Président: Merci, il me semble que cette première intervention de M. Godeaux confirme l'orientation générale du Rapport Dalgaard et le compte-rendu de M. Dini, c'est-à-dire qu'il est difficile de prédire des évolutions et des comportements avec précision. La politique des changes est une politique qui doit être définie au-jour-le-jour, au fil des événements; mais ce qui s'est produit ces derniers mois nous donne quelques éléments qui, je crois, peuvent inspirer notre conduite future. On a fait valoir que récemment effectivement on a mis en oeuvre tous les instruments dont nous disposons afin de maintenir la cohésion à l'intérieur du SME et pour répondre aux agitations dues au déclin du dollar - interventions intramarginales, plus large exploitation des bandes de fluctuation, politiques des taux d'intérêt différenciés - voilà trois instruments qui ont été effectivement mis en oeuvre et qui se sont complétés. Premier élément donc, il appartiendrait, en premier point, de porter une appréciation sur ce qui s'est passé. Là je crois que nous devons décerner un satisfecit pour confirmer une approche qui est celle se détaillant sur plusieurs fronts. Voilà, nous conforter dans cette orientation et voir s'il est possible de faire davantage encore, des coordinations supplémentaires de politiques et voir lesquelles et comment. M. Pöhl s'il-vous-plaît...

0414

M. Pöhl: Merci M. le Président. Oui, quelques remarques là-dessus. Je suis d'accord avec M. Godeaux que ce dernier tiret de notre statement effectivement a une importance certaine dans la structure de notre déclaration. J'avais demandé effectivement à la Direction de la BRI de prévoir un passage de ce genre dans un contexte plus général, car il est important de montrer non seulement aux pays européens mais aussi au reste du monde que le SME est bien là, qu'il fonctionne de manière efficace et qu'il est opératoire, et je crois que le SME a satisfait aux sollicitations et aux épreuves qu'on a exercé et auxquelles on a été soumis et, M. Dalgaard l'a bien dit, ces mouvements du dollar ne déclenchent pas automatiquement des tensions sur le plan du SME et le Gouverneur Hoffmeyer a dit qu'il n'est pas nécessaire et inévitable que faible dollar signifie aussi tensions dans le SME, cela dépend des politiques que nous menons s'il y a des tensions de ce genre ou pas. Je suis donc d'accord avec notre Président et d'autres qui ont dit que cette fois-ci nous avons réussi à mieux gérer notre système dans les temps difficiles; nous avons fait usage de tous les instruments dont nous disposions conformément aux accords, cela a bien fonctionné et nous avons fait usage de la souplesse dans la bande, c'est important, et aussi nous avons utilisé les politiques de changes dans la mesure du possible pour pas s'attendre à trop de résultats du fait des variations de taux d'intérêt, parce que là, cela a été dit, nous avons tous nos contraintes intérieures. Mais je trouve très courageux, par exemple, que la Banque de France ait décidé de relever de 3/4% son taux officiel, son taux d'intervention dans ces circonstances, à un moment où toutes les autres banques centrales en étaient à l'essai (nous avons essayé nous aussi de pousser dans cette direction autant que nous pensons pouvoir le faire). Donc jusqu'ici on peut être relativement satisfait. Nous avons fait appel très massivement aux interventions intramarginales vous le savez. Il y a à

cela, bien sûr, des limites, dès que l'on atteint ses limites tout à fait justifiées on va effectivement se demander que faire après l'intervention d'une banque centrale étant effectivement la liquidité d'une autre, il faut en tenir compte. Mais nous ne devons pas nous départir de cette ligne de conduite, il n'y a pas de choix. Je ne crois pas que nous soyons dans une situation semblable à celle du mois de janvier par exemple. Il n'y a aucune raison et aucune probabilité, dirais-je, de réaligement, il ne faut pas toujours céder quand le système est soumis à des pressions, en tout cas cette fois-ci surtout pas, et je crois que si nous nous en tenons à nos obligations qui sont parfaitement définies dans notre accord les marchés seront découragés d'avoir essayé de nous porter des coups parce que plus cela dure, plus cela coûte et dans la plus mauvaise hypothèse si on atteint les points d'intervention obligatoires, s'il faut intervenir et s'il faut financer ces mouvements qui peuvent totaliser de très gros chiffres, eh bien, après un certain temps, il est, je crois, raisonnable de s'attendre à un certain retournement parce que les choses deviennent trop onéreuses et les retours de capitaux sont à prévoir, à condition que ce soit une politique que l'on gère de manière convaincante. J'aimerais que nous ne maîtrisions pas tout et les remarques de l'un ou l'autre homme politique ici peut traverser le jeu et voilà la réponse à votre question, M. Godeaux, il ne faut pas, je crois, faire de commentaires en disant: "non, il n'y aura pas de réaligements, ce n'est pas crédible on l'a dit si souvent d'autre manière. Ce qu'il faut, c'est agir de manière convaincante. C'est beaucoup plus fort que des paroles qui risquent tôt ou tard ensuite d'être infirmées par la réalité. Il faut donc demeurer réaliste, supposer que les Etats-Unis ont de nouveau changé l'orientation en ce qui concerne le dollar, cela paraît maintenant effectivement évident et ils l'ont déclaré en public, leur priorité c'est: des taux d'intérêt plus bas pour éviter la récession

et la stabilisation de leur monnaie vient nettement ensuite. C'est une priorité qu'il leur appartient d'établir, qu'il faut respecter, il est important en effet que les Etats-Unis évitent une récession. Je me demande si un nouveau déclin du dollar n'entraînera pas justement une situation semblable à celle que nous avons vécue en 1979; et alors ils seraient vraiment dans le pétrin. Dans une telle hypothèse il faudrait qu'ils agissent de manière beaucoup plus restrictive qu'ils n'auraient fait s'ils s'en étaient tenu à l'accord du Louvre. Mais nous sommes encore en plein processus. Je ne crois pas que le dernier mot ait été dit et nous verrons quel sera le camp qui l'emportera, aux Etats-Unis il y a, comme dans tous les pays, plusieurs écoles et plusieurs camps qui s'affrontent, il va falloir observer l'issue de ce débat interne américain. Mais dans notre perspective je ne crois pas que nous soyons en mesure de stabiliser le dollar, même si nous intervenions beaucoup plus que nous l'avions fait déjà, si les américains s'abstiennent, nous ne ferons pas plus que des interventions symboliques et surtout s'ils ne mènent pas les politiques qui conviennent qui déboucheront sur un cours du dollar plus stable, eh bien nous ne pouvons pas à nous seuls redresser la barque. Ce qui compte maintenant cependant, et là nous en sommes les garants, nous devons garder intact notre Système monétaire européen et je tiens à souligner avec beaucoup de sérieux que nous sommes parfaitement disposés, nous, à faire tout ce qu'il faudra pour atteindre cet objectif.

0529

Le Président: Je remercie le Président Pöhl de son intervention. Je voulais souligner ce qu'il vient de dire, enfin, de son exposé d'abord, et je crois que cela est assez évident, nous nous trouvons devant un processus en cours dont nous ne pouvons pas prédire où il débouchera. Deuxième point:

l'Europe n'est pas en tant que telle capable de stabiliser seule le dollar et, troisième point, par voie de conséquence, il est très important de mener une politique dans le SME de plus en plus concertée parce que de plus en plus c'est ce point d'ancrage de la stabilité. M. de Larosière s'il-vous-plaît.

0539

M. de Larosière: J'ai quelque chose à ajouter après ce que vous avez dit, après ce qu'a dit M. Godeaux et après l'intervention du Président Pöhl avec laquelle je suis en très large accord; je pense, comme les orateurs qui m'ont précédé, que la stabilisation du Système monétaire européen est un point central dans la conjoncture monétaire actuelle, et la leçon des derniers événements est claire: nous avons fait jouer bien sûr le mécanisme des interventions intramarginales qui avait été décidé ici, à Bâle, il y a quelque temps et confirmé par les Ministres à Nyborg, c'est un premier point. Le deuxième point, c'est que nous avons joué de la marge de flexibilité offerte par la bande d'interventions communautaires et nous n'avons pas hésité à nous décaler par rapport au deutsche mark assez rapidement de l'ordre de 1 1/2%, entre le 28 et le 29 octobre, ce qui a eu comme effet quasi-immédiat de ralentir puis de cesser les prises de position contre le franc. En effet, quand on examine ces affaires dans les perspectives du spéculateur qui peut espérer un gain de x% si une opération de réaligement se produit, on constate en fait que ces gains sont assez modestes étant donné les conditions de désinflation qui règnent entre les différentes parties prenantes du système monétaire européen et il est donc absolument crucial de ne pas maintenir son taux à un niveau trop élevé dans la bande quand une monnaie est attaquée. Il y a un élément de seule mathématique qui est très facilement démontable et en-deça duquel, en-dessous

duquel, la spéculation est sinon arrêtée, du moins très largement réduite et donc je n'ai pas hésité en ce qui me concerne à franchir ce point utilisant d'ailleurs des exemples que nous avaient offert très récemment M. Hoffmeyer qui avait opéré de la sorte et je crois qu'il faut être très clair sur cette manière de procéder, je vais d'ailleurs annoncer dans un communiqué - car en France il faut un peu éduquer le public - ces variations dans la bande sont souvent vues en France comme l'aveu d'une faiblesse, au contraire j'ai expliqué c'est l'utilisation tactique de la marge pour frapper la spéculation et cela a été compris, enfin il y a l'arme des taux d'intérêt et là nous n'avons pas hésité à être assez rigoureux dans notre action en tenaille en liaison avec ce qu'ont fait nos amis allemands et qui avaient été précédés de manière très utile, si je puis dire, l'action prise par la Banque de Hollande, dont je remercie la très opportune intervention qui avait été accompagnée du reste par la Banque d'Angleterre et d'autres. Mais je me permets de dire, à titre d'enseignement, que la différentielle de taux d'intérêt est très importante à surveiller et je constate, par exemple, qu'aux mois d'août-septembre, en ce qui concerne nos taux à 3 mois, nous avons une différentielle de près de 4% entre les instruments à 3 mois en France et les instruments similaires en Allemagne, et cette différentielle s'était réduite nettement en octobre (elle s'était réduite jusqu'à 3,25%) et évidemment nous nous sommes un peu vulnérabilisés, il était difficile pour la France de relever, je dirais, à froid ces taux à un moment où la crise boursière rendait tout relèvement de taux, je dirais, presque agressive à l'égard d'une crise boursière et donc je souhaiterais qu'à l'avenir on soit peut-être encore plus coordonné préventivement sur le maintien des différentiels de taux d'intérêt, et enfin je ne peux que souscrire à ce qui a été dit sur la nécessité de renforcer le fonctionnement du SME, je crois comme le Président de la Bundesbank

qu'il n'y a aucune justification technique à un réalignement et donc il faut démontrer que ce réalignement n'aura pas lieu et les différentielles de taux d'intérêt et la manière dont nous serons positionnés dans la bande communautaire les uns et les autres finiront par laisser les gens qui prennent des positions qui s'avèrent en fin de compte coûteuses, mais tout ceci est évidemment très lié au contexte internationale et je ne crois pas qu'il faille dans toute cette affaire adopter une nature trop passive à l'égard de ce qui se passe sur le front du dollar; j'entends dire "nous ne pouvons pas, nous européens, stabiliser le dollar si les américains ne font rien de leur côté"; c'est vrai, mais nous pouvons tout de même leur montrer que nous ne sommes pas indifférents à l'évolution du dollar par rapport à nos monnaies européennes. C'est tout de même un point très central pour la compétitivité européenne, pour le fonctionnement du système monétaire international, et je pense que l'Europe en tant que telle doit se montrer très insistante sur le processus de décisions aux Etats-Unis dans cette affaire. Merci M. le Président.

0628

M. Duisenberg?: Merci M. le Président. Je suis entièrement d'accord avec ce qu'ont dit M. Pöhl et Larosière à propos d'un réalignement, je n'ai rien à ajouter. Aucune raison à y procéder, je crois que les événements la semaine dernière ont bien montré qu'un effort bien coordonné utilisant les instruments dont nous disposons, comme nous l'avons dit à plusieurs reprises, les différentiels de taux et les interventions permettent d'être efficaces. Je suis heureux que M. de Larosière nous ait mis aussi au palmarès de cette intervention coordonnée, c'était le sens et le sentiment que nous avions également à Amsterdam et je crois que la Banque d'Angleterre avec son initiative mercredi a été appelée à pousser à la roue et notons aussi que des

pays en dehors de la CEE ont été coopératifs, je pense à la Suisse qui a également pris ses responsabilités. Sous ce jour, je crois que j'ai dit les mouvements des banques privées américaines qui ont baissé leur taux dans le contexte que nous savions en Europe était un contre-courant. D'autre part, je ne suis pas aussi sombre ou pessimiste que le Gouverneur Pöhl qui dit que les autorités américaines ont sans doute relégué la stabilité du dollar, j'avoue qu'ils ont laissé glisser le dollar, il y a des signes cependant qui ne s'intéressent pas à une fuite indéfinie du dollar, ils interviennent dans le marché pas dans les montants auxquels nous sommes habitués en Europe mais ils interviennent, je crois que \$EU 200 millions hier ont été déposés par les Américains pour freiner la glissade qui pour moi est un signal que nous ne sommes pas revenus au "benign neglect", je crois qu'ils continuent de s'intéresser à une stabilité. J'ai été aussi frappé par les déclarations de nos collègues américains dans ce bâtiment qui disaient qu'il y a de l'espoir bientôt, c'est une passivité ce n'est pas une certitude, enfin les autorités de Washington trouvent un ensemble de mesures qui auraient un effet crédible sur le marché et lorsqu'ils étaient ici à Bâle ne troublaient pas le processus on accouche d'une solution d'un compromis ne gênait pas d'heureuses naissances. Alors si on nous demande ce que nous pouvons faire pour agir dans le feu de l'action et bien nous avons déjà fait la démonstration la semaine dernière que nous savons agir et bien maintenant il faut attendre que l'on fasse quelque chose de l'autre côté de l'Atlantique, quelques jours supplémentaires nous sont nécessaires pour juger si d'autres initiatives de notre côté sont nécessaires. Merci.

0678

M. Hoffmeyer: Très brièvement oui, le Président Pöhl a raison de rappeler que ça ne sert à rien de démentir l'attention d'un réalignement ce n'est

pas crédible, mais les grands pays pourraient faire savoir qu'ils estiment que leur marché de nouveau déborde que la réaction des marchés pousse le dollar trop bas, et pourraient dire cela avec toute l'autorité des grands pays qui comptent le plus. Cela dit il serait dangereux de mentionner un montant. Merci.

Le Président: D'autres interventions? Non. Bien, je voudrais ajouter quelque chose en ce qui concerne l'Italie puis je demanderais encore si d'autres participants désireraient parler et nous pourrions boucler cette première partie du point à l'ordre du jour N°2. C'est la première fois que nous nous retrouvons depuis le mois de septembre et je tiens à remercier les gouverneurs des banques centrales qui ont permis de mobiliser les Ecus que nous avions demandés, c'était le 11 et 12 septembre, c'était à la veille de notre rencontre de l'ECOFIN à Nyborg. La politique en matière de change menée par la banque d'Italie a été à ce moment-là de défendre à certains niveaux une sorte de point central dans la bande du SME, car nous avons tout à fait l'impression que les pressions venaient de l'intérieur et spéculant sur un réalignement important de la lire; c'était dans une conjoncture où le gouvernement italien préparait le budget et la loi de finance de l'année à venir. A ce moment là, l'affaiblissement de la lire et éventuellement un réalignement aurait été vu comme une sanction de laxisme économique; d'autant plus qu'à ce moment là il y avait des tendances de relèvement de prix, une reprise de l'inflation en Italie. J'ai déjà eu l'occasion de dire ce que j'en pensais durant le déjeuner à Nyborg. Ce qui s'est produit par la suite a je crois confirmé le bien-fondé de cette position. En effet, les opérateurs qui avaient pris les positions contre la lire s'y sont brûlés les ailes puisqu'il y a eu un refus des devises sur l'Italie, la Banque d'Italie a donc récupéré les DM qui avaient été vendus

précédemment plus d'ailleurs que ce qui avait été vendu à un prix inférieur par rapport au prix de vente; donc les opérateurs s'ils tiennent compte des différences de taux de change, des commissions bancaires et des taux sur les monnaies encore une fois ont été pénalisés et je crois que cela a eu un effet éducatif mais la politique de la Banque d'Italie a été différente par la suite lorsque ces tensions récentes d'octobre se sont produites qui n'étaient pas des attaques contre notre monnaie mais qui travaillaient le système tout entier, c'est pourquoi comme la Banque de France l'a fait nous avons laissé filer dans la bande jusqu'à 2% le taux de la lire en nous abstenant d'interventions; donc il y a eu des interventions dans les deux sens mais somme toute elles se sont pratiquement équilibrées. Alors pour ce qui concerne la politique des changes que nous avons menée. En ce qui concerne la politique de taux d'intérêt nous n'avons pas eu l'occasion d'augmenter les taux officiels puisqu'il y avait déjà eu un relèvement qui avait été fait en septembre mais sur le pied d'Etat il y a eu un relèvement mais qui je crois était une décision judicieuse, la preuve des résultats. Voilà pour le petit compte-rendu national que je voulais faire à ce stade. Maintenant la discussion d'aujourd'hui me paraît confirmer ce que j'avais esquissé en commentant l'intervention de notre collègue Pöhl. En effet, nous nous trouvons face à des événements dont il est difficile de prévoir où ils nous mèneront; je suis d'accord avec M. Duisenberg que les autorités américaines paraissent oui s'être désintéressées un certain temps, certains d'entre eux en tout cas du sort de leur monnaie mais que ce ne sont pas les seuls voix et qu'il y a des milieux qui estiment que l'on a été trop loin, si j'en crois les échos que nous avons recueillis ici même de la bouche de personnes autorisées. Qu'il est certain à nous seuls que nous ne pouvons pas redresser le dollar, il est certain que le comportement collectif permettra de pousser dans la bonne direction; par conséquent, l'élément de

confiance et de stabilité que peut représenter le SME en tant que tel déborde je crois les intérêts additionnés de nos pays participants, je confirme qu'il est opportun d'utiliser dans cet esprit tous les instruments (interventions intermarginales, souplesse des cours, exploitation des bandes, variations des taux d'intérêt de manière tactique) et je crois que cela vient aussi confirmer l'utilité de nos travaux institutionnels de cette année, si nous n'avions pas eu l'accord de septembre confirmé à Nyborg je crois qu'aujourd'hui nous aurions eu beaucoup moins d'armes à notre disposition pour cette gestion en souplesse. Président Delors?

0773

M. Delors: Monsieur le Président, Messieurs les Gouverneurs, je voudrais simplement vous dire combien la commission se réjouit de l'accord qui est intervenu entre les gouverneurs des banques centrales et que vous avez ratifié aujourd'hui et aussi la manière dont il a été appliqué. Je me rappelle les événements d'octobre 1986 à janvier 1987: à cette époque le dollar est passé, en termes de deutsche marks, de 2,040 à 1,857 et nous avons connu des difficultés que vous savez et sans doute une des plus pénibles réunions des Ministres des Finances auxquelles il vous était demandé d'assister. Cette fois-ci depuis la mi-août et jusqu'à hier, 9 novembre, la décente a été encore plus forte de 1,857 à 1,66 et le système européen a trouvé grâce à votre accord et aux mesures qui ont été prises les moyens de résister et de démontrer qu'il n'y avait aucune raison interne à la Communauté européenne et aux pays membres du mécanisme de change pour opérer des ajustements monétaires. Il n'y a aucune raison objective pour le faire et la Commission a d'ailleurs publié un communiqué pour saluer l'initiative de la Banque centrale des Pays-Bas puis le communiqué franco-allemand. Cet ensemble d'éléments ajouté aux décisions prises par la Banque d'Angleterre

ont quand même démontré la capacité de résistance de l'Europe. Ayant dit cela et sans vouloir attacher beaucoup d'importance à certains propos, j'ai quand même été un peu inquiet d'entendre un rapport de la réunion des "share parts" à Vancouver pour préparer le prochain sommet des pays industrialisés et des propos d'Official américains disant que le système monétaire européen était un obstacle à l'ajustement des taux de change puisque dans le fond il empêchait le deutsche mark de monter autant que les Américains ne le souhaiteraient, il faut prendre ces propos pour ce qu'ils sont mais cela ne m'étonnerait pas que dans les jours prochains il y ait quelques articles désagréables qui ne feront que compliquer votre tâche par ailleurs déjà si difficile. Les Américains oublient seulement, je crois, que le commerce extérieur de l'Allemagne vis-à-vis des Etats-Unis, c'est 18% de son commerce et qu'il ne suffirait pas que l'Allemagne... (0804) 18% de vos exportations environ, oui 10%, 18% avec la zone dollar.. mais par conséquent j'espère qu'il n'en sera rien et de toute manière je crois que vous avez montré une grande détermination et qu'il faut partout répéter qu'il n'y a pas de raison objective à l'ajustement des parités mais je vous livrerai quand même une opinion personnelle c'est qu'il me semble que tant que l'on ne se sera pas attaqué aux données fondamentales de l'économie nous risquons de retrouver une crédibilité suffisante des marchés; autrement dit, ce n'est pas un Louvre II qu'il faut puisque le Louvre I a fait le maximum en termes d'interventions et de taux d'intérêt ce serait un Louvre + avec des décisions américaines s'attaquant au déficit budgétaire et peut-être quelque chose de ce côté de l'Atlantique mais j'espère que de simples mesures monétaires vont tenir bon sur le plan monétaire seront suffisantes et que dans les prochains mois nous retrouverons le calme.

Merci.

(0823)

Le Président: Merci M. Delors. Sur ce dernier point, je crois que ce qui figure dans la déclaration d'hier du Président du Groupe des Dix apporte une réponse à ce que vient de dire M. Delors. D'ailleurs, la presse aujourd'hui nous dit qu'en fait nous avons renvoyé la balle aux gouvernements pour les politiques autres que monétaires en tant que gouverneurs des banques centrales, c'est vrai c'est la réalité; à eux de jouer. Maintenant avant de conclure le deuxième volet de cette question N° 2, il faut que nous confirmions la procédure à suivre dorénavant; je trouve qu'en tout cas cela a été positif, qu'il convient d'inviter M. Dalgaard et son groupe de poursuivre dans cette voie, aujourd'hui les questions étaient si importantes qu'il n'était pas difficile de nous mener sur certains sujets pour la discussion est facile et peut-être même abondante, je crois que la surveillance à l'avenir ne doit pas être bornée à un examen de tous les pays pour faire une sorte de tour d'horizon scrupuleux et complet mais il faut surtout se centrer sur les grands enjeux du mois avec la perspective d'une préparation d'actions dans le mois à venir, pour le reste nous pouvons nous renvoyer au dossier et encore là un choix doit être fait sur l'activité pour distinguer l'essentiel de ce qui est contingent. Le Point III appelle le rapport concernant les marchés des changes que nous sommes appelés comme d'habitude à envoyer aux Ministres. Alors-là M. Dalgaard pourrait nous faire une brève présentation ce qu'il faisait d'ordinaire d'entrée de jeux.

0845

Point III: Adoption par le Comité du rapport destiné aux Ministres des Finances des pays de la CEE concernant l'évolution .... et des premiers jours de novembre 1987.

Le point III appelle le rapport concernant les marchés des changes que nous sommes appelés, comme d'habitude, à envoyer aux Ministres des Finances de la Communauté. M. Dalgaard pourrait nous faire là une brève présentation, celle qui faisait d'ordinaire l'entrée du jeu. S'il-vous-plaît...

0849

M. Dalgaard: Oui, merci M. le Président. Je crois qu'en fait ce qui a eu lieu a déjà été résumé tout à l'heure dans mon introduction au débat sur la surveillance, je n'ai plus rien à ajouter en guise de présentation de ce rapport qui est le rapport succinct traditionnel couvrant cette fois-ci deux mois, mais là, bien sûr, nous l'envelopperons des formules diplomatiques habituelles, c'est destiné à la transmission aux Ministres. Mais la surveillance, nous pouvons en parler de manière plus crue. Merci.

0857

Le Président: S'il n'y a pas d'autres observations nous en prenons acte et passons au point suivant:

Point IV: Signature de l'Acte relatif à l'adhésion du Banco de Portugal à l'Accord sur le SME

+ Point V: Mise en oeuvre des mesures de renforcement du SME adoptées par les Gouverneurs le 8 septembre 1987

Pour accélérer, nous pourrions signer en même temps l'Acte relatif aux modalités de fonctionnement du SME. Puisque nous attendons l'arrivée des textes, nous pourrions peut-être demander à M. Dalgaard de faire une brève présentation du Rapport 62, c'est-à-dire la mise en oeuvre, signature de l'Acte du 8 septembre, inscription au procès-verbal, adoption de la procédure.

0881: M. Dalgaard

0937

M. Pöhl: Oui M. le Président. Puis-je faire une très brève observation? Je suis tout à fait d'accord avec ce qui a été dit. Une chose que je voulais souligner: la plupart d'entre vous savent qu'il n'a pas été facile pour moi et pour mes collègues de faire accepter l'accord de Nyborg au public, en Allemagne, on l'a amplement critiqué à l'intérieur de mon conseil de banques aussi. Deux choses: d'abord, s'il y a des interventions intramarginales qu'il faudra financer en faisant appel à cette nouvelle facilité, il est entendu que ce genre d'interventions ferait l'objet d'une consultation préalable et que l'approbation préalable doit donc être

obtenue, il faut prendre cette règle au sérieux et l'appliquer strictement, sinon il me serait très difficile de faire accepter ce mécanisme chez moi; première chose, ce n'est donc pas simplement de la forme, un pure formalité, il faut que l'on s'y astreigne car que vous utilisiez vos propres réserves pour les interventions intramarginales ou que vous utilisiez des réserves empruntées pour ainsi dire, la différence est tout de même là. Deuxième observation: une fois que nous aurons mis au point ce réaménagement, et je crois que c'est vraiment un pas en avant, il faudra assurer une pause avant de remettre sur le métier le fonctionnement du SME, je ne dis pas qu'il faille renoncer à perfectionner les choses qui existent, mais bien sûr si une discussion doit avoir lieu, de grâce à l'intérieur de notre groupe et pas en public. Sinon on suscite de nouveau des attentes où on confirme que certains craignent que ce n'était qu'un commencement et qu'il y aura ensuite un engrenage. Cela pourrait, dans mon pays, causer des difficultés qui ne serviraient pas du tout la cause. Je voudrais donc que vous en teniez compte et que si discussion il doit y avoir, nous le fassions dans la discrétion de ces quatre murs.

0970

Le Président: Merci M. Pöhl. Je ne sais pas s'il y a des observations sur ce que nous venons d'entendre. Effectivement, le financement d'interventions intramarginales doit faire l'objet d'un accord préalable entre banques centrales intéressées et ce n'est pas une pure formalité, il faut s'astreindre à suivre les règles et respecter les formes. C'est effectivement tout à fait l'esprit de l'accord intervenu. M. de Larosière?

0978

M. de Larosière: Je voulais simplement dire que je tenais à remercier le Président Pöhl pour la manière extrêmement coopérative de laquelle il a activé la facilité de Bâle/Nyborg au cours des derniers événements.

0981

Le Président: Je souligne que c'était une démonstration par anticipation de l'efficacité du système grâce à l'esprit qui règne ici, je veux dire que nous avons pu le faire, si vous voulez, en primeur même, avant que la plume ne touche le papier. C'est important de le noter, c'est tout un état d'esprit, je crois, qu'est le nôtre.

0986

M. Delors?: M. le Président, je voudrais simplement signaler à votre attention une difficulté et vous demander conseil pour la régler, ou la gérer, le Conseil européen a demandé à la Commission un rapport sur l'évolution, disons, de l'Union économique et monétaire, et ce rapport doit être remis au plus tard au Conseil européen de Copenhague. Je voulais vous dire que je suis à la disposition du Comité des gouverneurs pour lui soumettre un texte, de façon à lui éviter les inconvénients que vient d'indiquer le Président Pöhl. Et si, bien entendu, le Conseil européen de Copenhague peut parler d'autre chose que de cela, ce serait mieux, ce n'est pas nous qui le pousserons à le faire, mais nous devons lui remettre un texte non pas simplement sur ce sujet, sur la situation économique, sur le calcul du chômage et l'économie noire, donc rien que des sujets difficiles, mais sur celui-ci je suis, comme d'habitude, à votre disposition pour essayer de contrôler la marge des événements.

1000

Le Président: Merci M. le Président. Je suis sûr que nous verrons avec intérêt ce que vous pourriez nous soumettre, en veillant à ce que vous accomplissiez vos devoirs et qu'on le fasse cependant en tenant compte aussi des impératifs de notre Comité, de nos soucis et contraintes à nous. Je crois qu'il faudrait surtout mettre en vedette ce qui a été mis en place la manière dont cela a fonctionné et je crois que nous n'avons pas à rougir de cela et ce sera je crois utile qu'un passage donc bien senti soit glissé dans votre compte-rendu, M. Delors, et en tout cas nous sommes prêts à coopérer avec vous.

1010

M. Hoffmeyer:

1000

Le Président: Merci M. le Président. Je suis sûr que nous verrons avec intérêt ce que vous pourriez nous soumettre, en veillant à ce que vous accomplissiez vos devoirs et qu'on le fasse cependant en tenant compte aussi des impératifs de notre Comité, de nos soucis et contraintes à nous. Je crois qu'il faudrait surtout mettre en vedette ce qui a été mis en place la manière dont cela a fonctionné et je crois que nous n'avons pas à rougir de cela et ce sera je crois utile qu'un passage donc bien senti soit glissé dans votre compte-rendu, M. Delors, et en tout cas nous sommes prêts à coopérer avec vous.

1010

M. Hoffmeyer: Convergence, mouvements des capitaux, etc., c'est très intéressant, mais les modifications nouvelles pour des améliorations techniques supplémentaires du SME à ce stade, comme le Président Pöhl le disait, seraient contraire, je crois, à la cause et risqueraient de nous causer plus de problèmes que de progrès. Merci.

M. le Président: M. Dini, qu'en est-il de la procédure de surveillance? Qu'en avez-vous dit hier?

M. Dini: Oui M. le Président; les aspects qui figurent dans le chapitre II du rapport No 62 de M. Dalgaard, résumés par lui-même il y a un instant, nous ont parfaitement convaincus. Nous avons noté que les diagrammes présentés pour la première fois sont justement hors des tentatives à titre expérimental et les suppléants ont même donné des suggestions d'amélioration. Ils ont proposé par exemple que les nouveaux diagrammes qui seront donc produits par le secrétariat, affinent après l'expérience que l'on a pu mener grâce à

la bienveillance et à la coopération de la Banque Nationale du Danemark. Etant donné que les données circulent par Telefax, il faudrait aussi que chaque banque centrale s'assure que ne voient ces textes que ceux qui sont autorisés à participer à l'exercice de surveillance. Nous sommes aussi d'accord de garder toutes ces dispositions souples et, quitte à les réexaminer à la lumière d'expériences, à des intervalles déterminés. Merci.

1032

M. le Président: Très bien. Nous allons passer à la signature des textes: l'Acte du Portugal, l'acte complétant l'accord du 8 septembre. Nous reprenons la séance, sans oublier de souhaiter la bienvenue à la Banque Centrale du Portugal dans le SME. Point VI de l'ordre du jour: Propositions de la Commission concernant la libéralisation complète des mouvements de capitaux. Comme vous le savez, à la suite d'une demande que j'ai adressée au Président Delors, qu'il a bien voulu accepter d'avoir reçu la présidence, une série de documents concernant cette importante initiative. Je le remercie encore une fois et nous profiterons je crois de sa présence pour l'écouter présenter les éléments de cette question je suppose et M. Dini parlera après lui.

M. Delors: M. le Président, MM. les gouverneurs, je vous remercie d'avoir bien voulu consacrer une partie de cette séance à une première réaction sur les documents déposés par la Commission au Conseil des Ministres le 21 octobre dernier sur la dernière étape pour réaliser une pleine libéralisation des mouvements de capitaux, prévue dans un espace financier commun qui inclus également, je le souligne, un marché commun des services financiers. C'est au printemps 1986 que j'ai eu l'honneur de présenter ici pour la première fois cette perspective qui s'inscrivait dans notre objectif central, la

réalisation d'un grand marché sans frontières en 1982. Je vous avais alors fait part de ma perplexité sur quatre questions: premièrement, les législations bancaires des pays membres sont-elles suffisamment homogènes et rigoureuses pour permettre une libération totale des mouvements de capitaux sans la faire précéder une harmonisation de ces législations; deuxième question, les règles prudentielles de protection de l'épargne sont-elles d'un niveau assez élevé dans tous les pays concernés pour que ce ne soit pas non plus un préalable? Troisièmement, quels sont les liens que vous voyez entre la gestion du Système monétaire européen et la gestion de l'espace financier commun? Et quatrièmement, comment résoudre les problèmes si difficiles posés par les disparités des régimes fiscaux sur les intérêts et dividendes, c'est-à-dire sur les revenus de dépôts bancaires, d'obligations et d'actions? Vous avez bien voulu faire en juillet 1986 un rapport qui a précédé la première étape de libéralisation, laquelle a porté, pour aller vite, sur les transactions à long terme et sur les valeurs mobilières. Aujourd'hui, nous proposons la deuxième et la dernière étape dans une situation qui est la suivante: quatre pays membres de la Communauté ont déjà une libération totale de leurs mouvements de capitaux. Quatre autres ne l'ont pas mais sont proches d'y arriver; et enfin, quatre pays souhaiteraient bénéficier de délais supplémentaires d'application. L'Espagne et l'Irlande, nous l'avons proposé pour fin 1990; la Grèce et le Portugal pour fin 1992, mais le Ministre des Finances du Portugal a déjà souligné, lors de la réunion informelle de Nyborg, que sans doute il souhaiterait un délai supplémentaire. En dehors des questions d'opportunité, fallait-il, le 21 octobre, deux jours après le lundi noir, adopter ces directives et annoncer leur présentation publique au Conseil des Ministres? En dehors de ces questions d'opportunité, sur les quatre questions que je m'étais permis de vous poser, deux ont obtenu des réponses affirmatives de la part des experts consultés et je dirais même

des ministres qui en ont discuté deux fois. Ils considèrent que le degré d'organisation et de contrôle des systèmes bancaires est assez élevé dans les huit pays concernés pour permettre la libération totale des mouvements de capitaux. Je serais pour ma part un peu plus réservé si l'on parlait de l'ensemble des institutions qui travaillent avec l'argent des épargnants, je veux parler aussi des compagnies d'assurance. Mais enfin, ce n'est pas un obstacle pour franchir cette dernière étape. En second lieu, leur opinion est la même pour ce qui est des règles prudentielles: protection de l'épargne. Dans ces conditions, il ne s'agit plus de deux préalables et je crois que là dessus il y a un consensus assez large des ministres. Bien sûr, j'ai auprès de moi la liste de toutes directives qui devront être adoptées par le Conseil des Ministres pour passer de la libération des mouvements de capitaux à la création d'un marché des services financiers. Vous les connaissez et d'ailleurs il y a auprès de vous un comité ad hoc qui examine soigneusement tous ces textes. Si bien que nous étions face aux deux questions que je vous avais posé, plus deux autres, dont je savais qu'elles se poseraient, mais qui devaient être réglées après mûre réflexion. J'ai donc quatre questions à vous poser. Premièrement, que fait-on lorsqu'un pays est provisoirement en difficulté? Vous aviez évoqué cette question dans votre rapport du 22 juillet 1986. Deuxièmement, que fait-on si la difficulté concerne l'ensemble de la Communauté et pas simplement un pays? On pourrait dire que nous sommes actuellement dans une situation de cet ordre. Troisièmement, quel est le lien avec les politiques de change et le Système monétaire européen? Et quatrièmement, quelle est la dimension fiscale? Sur le premier point, le cas d'un pays provisoirement en difficulté, nous proposons une clause spécifique de sauvegarde dans la directive et non pas le recours, pardonnez-moi la complexité du sujet, aux articles du Traité 108, 109 et 73. Pourquoi? Parce que les articles 108 et 109 visent un déséquilibre

de la balance des paiements. Or ce que nous visons là, ce sont des mouvements à court terme, provisoires, qui n'affectent pas forcément la balance des paiements et qui sont de nature à déstabiliser l'espace financier européen. C'est pourquoi nous préférons, bien que certains ministres soient d'un avis contraire, une clause spécifique de sauvegarde incluse dans la directive. Elle a d'ailleurs un autre avantage; c'est qu'elle nous permet de demander que le Comité des gouverneurs soit consulté lorsqu'un pays prend l'initiative de demander cette clause de sauvegarde et de l'appliquer, et que la Commission en est saisie. A ce moment-là, la Commission saisira le Comité des gouverneurs, ce qui n'est pas prévu dans les autres procédures. Or, je le répète, en juillet 1986 vous aviez dit qu'une difficulté de cet ordre mettrait non seulement en cause l'évolution future de la balance des paiements mais également des considérations de politique monétaire. Deuxième question, que faire si la Communauté est en difficulté, c'est-à-dire si la Communauté souffre, soit d'un excès de retraits de capitaux, soit d'un excès d'affluence de capitaux? Je vous rappelle que la directive de 1972 visait seulement le deuxième cas, que fait-on si nous sommes inondés de capitaux. Il faut répliquer, et pour répliquer, la Communauté, compte tenu de son mode de vie, a besoin de règles juridiques. Nous proposons donc d'actualiser la directive de 1972, ce qui pourrait aller jusqu'à la mise en oeuvre d'instruments de régulation concertée entre les pays et là aussi, le Comité des gouverneurs est directement intéressé et ceux qui sont en charge de gérer le Système monétaire européen, puisqu'on peut agir par une politique coordonnée de taux d'intérêt, on peut agir sur les politiques monétaires, sur les marges, bref ce dont vous avez parlé ce matin. C'est pourquoi nous estimons qu'il faut moderniser la directive de 1972, c'est-à-dire la faire appliquer aussi bien à des retraits massifs qu'à des afflux massifs et que les gouverneurs puissent être dans le processus. Troisièmement, quel est le

lien dialectique entre libération des mouvements de capitaux et politique des changes? Là nous nous sommes posés deux problèmes; le premier est: est-ce que les instruments de financement à moyen terme que nous avons correspondent bien aux exigences actuelles et aux exigences à venir? C'est une question dont les ministres des Finances ont parlé plusieurs fois. Vous vous êtes aperçu comme nous que, lorsqu'il y a des difficultés de balance des paiements, on recourait aux emprunts communautaires et qu'en revanche le mécanisme de financement à moyen terme au sein du Système monétaire européen, avait été utilisé très rarement. C'est pourquoi nous proposons de considérer ces deux instruments, les prêts communautaires à moyen terme d'un côté, le concours à moyen terme du Système monétaire européen de l'autre, comme non pas un instrument fusionné, mais comme une panoplie d'instruments dont les ministres et vous-mêmes jugerez ce qui doit être utilisé. Les emprunts communautaires sont financés par des appels au marché, le concours à moyen terme est financé par des fonds publics venant des états membres du Système monétaire européen. Mais puisque jusqu'à présent la préférence a été mise sur les emprunts communautaires, nous proposerions volontiers une augmentation du plafond des prêts communautaires et une diminution corrélative, si les ministres le souhaitent et vous-mêmes, du montant des concours à l'intérieur du Système monétaire européen. Ce qui voudrait dire que ces emprunts communautaires pourraient être utilisés non seulement en cas de difficulté de la balance des paiements, mais également pour un pays qui voudrait accélérer son entrée, soit dans le Système monétaire européen, soit dans la zone de libre-échange des capitaux. Ce pourrait être un instrument d'aide à un pays qui voudrait raccourcir cette période et qui aurait besoin, à cet effet, de munitions. Deuxièmement, en ce qui concerne le lien avec le Système monétaire européen, il y a actuellement deux problèmes techniques: est-ce qu'on maintient une marge différente pour la lire

italienne? Est-ce qu'on peut accepter de passer à cette libération totale des mouvements de capitaux avec l'existence d'un double marché des changes en Belgique et au Luxembourg? Mon opinion personnelle est que sur ces deux points, il est possible d'appliquer la libération totale des mouvements de capitaux en offrant une période de transition à l'Italie d'une part, à la Belgique et au Luxembourg d'autre part, si les autorités belgo-luxembourgeoises jugeaient qu'il leur faut un peu plus de temps pour se débarrasser du double marché des changes. C'est une question ouverte. La Commission n'est pas dogmatique sur ce point; la Commission pense que sous présidence allemande il doit être possible d'adopter cette directive. Mais si pour l'adopter il était nécessaire d'avoir deux périodes de transitions courtes pour l'Italie et pour la zone belgo-luxembourgeoise, je pense personnellement que ce n'est pas un obstacle au bon fonctionnement de cet espace financier commun. En revanche, je dois dire franchement que si la livre sterling demeurait en dehors du mécanisme de change et si elle ne restait pas comme elle l'est plusieurs mois dans une bande assez stricte, alors là nous aurions des problèmes. Parce que si la livre sterling avait des mouvements de plus de 2,25, la compétition ne serait pas loyale du point de vue des perspectives à court terme de placement, entre une monnaie qui aurait des potentialités de baisse ou hausse de 4-5% et des monnaies à l'intérieur du système qui ne peuvent se mouvoir qu'à l'intérieur d'une bande de 2,25%. C'est pourquoi, me semble-t-il, l'entrée de la livre sterling dans le mécanisme de change me paraît une condition je dirais presque préalable pour le bon fonctionnement de l'espace financier commun. Je terminerai, parce que j'ai été trop long, par la dimension fiscale; mais en ayant parlé avec certains d'entre vous, je crois que c'est mon devoir d'y insister, même si ce n'est pas strictement de votre compétence. Car on ne peut pas imaginer un espace financier commun s'il y a des Bahamas à l'intérieur de la Communauté. Là

aussi, le jeu ne serait pas loyal. Alors nous avons essayé de traiter le problème en distinguant les dividendes d'action d'un côté, les intérêts d'obligations et de dépôts bancaires de l'autre. Pour les dividendes d'action, ce n'est pas la question la plus difficile. En effet, lorsqu'on considère les régimes fiscaux actuels dans les huit pays directement d'ores et déjà concernés, il y a une familiarité des systèmes et je rappelle qu'en 1975 la Commission a déposé une directive pour un rapprochement des systèmes fiscaux des sociétés. Il suffira donc d'actualiser cette directive et de l'adopter. Ce qui voudrait dire une fourchette, mettons entre 40 et 50% pour l'impôt sur les sociétés, et la confirmation d'un avoir fiscal au profit du détenteur d'actions, dont le montant pourrait varier. Mais là il n'y a pas de grandes difficultés. En revanche, pour les intérêts d'obligations et les dépôts bancaires, c'est le problème le plus difficile, le plus controversé. En effet, si l'on ne fait rien, il y a de telles différences fiscales qu'on ne peut pas parler d'une compétition loyale. Mais si l'on fait quelque chose, alors nous dit-on, les capitaux quitteront la Communauté pour aller dans d'autres paradis fiscaux. Donc, ce n'est vraiment pas une question simple. Mais enfin, nous avons proposé diverses solutions pour que les ministres en discutent. Ou bien on institue une retenue à la source généralisée "resolding tax", je connais les objectifs mais enfin M. Scholtenberg a annoncé ça l'autre fois, il y a eu des remous pendant 3-4 jours, je sais que tout le monde n'est pas d'accord, mais il fallait que je pose la question; ou bien on institue l'obligation de déclaration par les banques des intérêts d'obligation et des intérêts de dépôt bancaire, ou bien on fait les deux. Mais si l'on ne fait cela, alors la mesure minimale c'est le renforcement de l'assistance mutuelle entre les administrations fiscales. Cette précaution est indispensable. Mais à mon avis elle ne sera pas suffisante et je crains que certains pays posent le préalable fiscal

tant qu'il y aura d'aussi grandes divergences entre les pays. Deux remarques pour terminer, MM. les gouverneurs. Je répète que cette étape est décisive pour impulser la réalisation du marché des services financiers. Et en second lieu, il y a une question d'opportunité, l'effet d'annonce et la date de mise en application; la Commission a pensé que si elle reportait le dépôt de ces textes devant le Conseil des ministres, elle renforçait les appréhensions que suscitait la situation présente, alors qu'en déposant ces textes, nous avons eu le sentiment de faire un acte de confiance envers les mécanismes du marché et la capacité de la Communauté et du Système monétaire européen de répliquer à ces événements. Merci.

1282

M. le Président: Je vous remercie M. Delors de la présentation que vous venez de faire à cette question intéressante, extrêmement précieuse, en ouvrant effectivement ce vaste dossier qui va nous retenir un certain temps. Je vous remercie de nous avoir complètement documenter; nous n'avons certainement pas eu le temps de voir tous les tenants et aboutissants. Nos suppléants ont je crois gratter un peu la surface hier et se sont faits quelques réflexions de procédure. Voulez-vous nous en rendre compte?

????: Oui M. le Président, les suppléants hier n'ont pas creusé le fonds de l'affaire. Il se sont bornés à l'aspect de procédure. Ils rappellent que, lors de sa session du 16 novembre, le Conseil de l'ECOFIN va examiner en un premier temps les propositions de la Commission visant à une directive sur la libéralisation des capitaux ainsi que certains amendements à la Directive No 72 sur les mouvements de capitaux et la réorganisation des concours à moyen terme, afin de leur permettre de fonctionner à l'appui des programmes de libéralisation. Il est entendu aussi que le Conseil ECOFIN

demandera aussi bien au Comité monétaire qu'au Comité des gouverneurs de fournir un avis sur ces propositions. Il faut par conséquent assurer une coordination des travaux entre les deux comités que je viens de mentionner pour limiter le double emploi. Un certain nombre de suppléants ont souligné que l'intérêt du Comité des gouverneurs à ces propos est tout à fait certain, étant donné qu'il s'agit de la gestion du SME et de ses politiques monétaires, les politiques monétaires des pays. Par conséquent, il a été demandé que les groupes d'experts du Comité des gouverneurs commencent à étudier cette question, ce vaste dossier dirais-je. Il devrait se centrer d'abord sur les conséquences des propositions sur la cohésion des cours de change du SME et sur la gestion des politiques monétaires dès lors que la libéralisation des flux monétaires sera chose faite. On a suggéré que ce soit le groupe Dalgaard, élargi pour comprendre les experts du groupe Raymond, qui s'en charge pour analyser complètement ces incidences monétaires. Pour que ces questions aient été soulignées prendra du temps puisqu'il faudra, par étapes successives, aboutir au niveau des gouverneurs; et il faudrait que la Commission tienne compte de cette contrainte en établissant un calendrier pour l'approbation définitive de la nouvelle directive sur la libéralisation et sur les mesures connexes. Il a été souligné aussi que l'acte unique fixait l'année 1992 comme horizon pour l'achèvement du marché interne. La question a été posée de savoir s'il est possible, acceptable de mettre en fait la libéralisation en place avant ce rendez-vous de 1992. Et, est-ce que, s'il y a directive sur la libéralisation, une fois qu'elle aura été définie et approuvée, est-ce qu'elle entrera directement en vigueur, en anticipant sur la date de 1992? La question peut être posée.

M. le Président: Merci. Y a-t-il des avis à ce propos sur la procédure? Je ne crois pas que nous puissions effectivement ouvrir un débat au fonds. Il convient de s'y préparer comme le sujet le mérite et comme les suppléants le proposent, comme on nous demandera, on le suppose, officiellement un avis, nous recevrons cette demande mais nous pouvons si vous le voulez gagner une longueur d'avance en mettant déjà au travail nos experts, puisqu'il faut passer par les différentes étapes qui s'articulent dans notre structure. Le sujet est de très grande importance et il conviendrait que l'on y consacre le temps nécessaire. Le Président Delors a rappelé que tout touche ici à ??? bancaire des différents pays, au système mis en place sur le plan communautaire en matière de surveillance et de règles bancaires, que cela touche au système des emprunts communautaires et qu'il y a tout l'aspect politique des changes, politique monétaire, en fait résumé dans le SME qui se trouve touché aussi. Question dont intéressante, question qui est tout à fait dans la partie qui nous concerne de notre vocation et que nous sommes appelés à donner une réponse que j'appellerai de système; nous ne voudrions pas ici faire un travail ponctuel, nous voudrions donner une réponse cohérente où l'on pourrait loger les différences actuelles ou les pratiques qui ne sont pas encore uniformes, dans une visée de meilleure coordination plus tard. M. Pöhl.

1341

M. Pöhl: Effectivement je ne veux pas entrer dans le détail de la question à ce stade, il est trop tôt. Mais je dirais que c'est un dossier de toute première importance et je me félicite hautement de cette initiative. C'est une des grandes réalisations de la CEE qui se prépare là. Etant donné que la politique monétaire, vous l'avez dit, est très directement mise en cause, je suis heureux que M. Delors nous donne l'occasion de discuter de cela

ici, et je pense effectivement que nous fassions un travail attentif. Est-ce que nos suppléants pourraient alors, nos techniciens avant, nos suppléants après, se pencher là-dessus et que nous réservions lors d'une des très prochaines séances le temps nécessaire pour nous pencher nous là-dessus pour donner un avis considéré et que nous transmettions cela à qui de droit, qui nous le demandera le moment venu. Mais ce n'est qu'une question de forme. <sup>Mr. Rubio</sup> Oui, M. le Président, je voudrais profiter de la présence de M. Delors aujourd'hui pour dire quelques uns des avis qui sont les nôtres en matière de libéralisation des mouvements de capitaux. Nous d'accord que c'est une condition essentielle pour atteindre les objectifs de l'acte unique, notamment la création d'un marché unique en 1992. Je crois que l'Espagne ici progresse dans cette voie, nous avons libéré les mouvements de capitaux, depuis ces derniers mois, de nouvelles mesures de libéralisation sont à l'étude. Nous sommes parfaitement d'accord aussi avec l'observation du Président disant que cela pose des problèmes de coordination des politiques monétaires et de leurs aspects externes aussi bien qu'internes. Il sera très difficile pensons-nous d'opérer cette libéralisation dans certains pays s'il n'y a pas simultanément une amélioration de la coordination de nos politiques monétaires pour soutenir ces opérations qui n'iront pas d'elles-mêmes. La libéralisation des capitaux sera difficile si nous n'acceptons pas en parallèle des mécanismes qui assurent la cohérence des politiques monétaires des pays membres. J'avoue que certaines décisions prises récemment et sur lesquelles nous avons déjà commenté, sont un excellent exemple de cette coordination que nous appelons de nos vœux là aussi. En tout cas, la preuve sera je crois l'application de la procédure monétaire dont nous venons de convenir et dont venons de signer les actes, c'est-à-dire après la décision du 8 septembre. Merci.

1376

M. Leigh-Pemberton: Moi aussi je suis heureux de cette occasion qui nous est donnée de préparer l'étude de ce dossier et de mettre en marche la procédure et je me félicite que le Président Delors nous ait honoré de sa présence aujourd'hui en cet important moment. La procédure proposée effectivement est bonne et je vous dis tout de suite que pour ce projet de mandat je suis tout à fait d'accord, qui serait décerné à nos experts. J'avoue que la position du Royaume-Uni à propos de l'entrée au SME reste inchangée, c'est-à-dire que nous entrerons au moment approprié, pour reprendre la formule consacrée, mais je ne peux pas vous en dire plus l'instant. Cela me gêne beaucoup bien sûr. En tout cas, notre attitude à l'égard de la politique de change, qu'elle soit à l'intérieur ou à l'extérieur du mécanisme, sera aussi proche de l'esprit du SME je vous l'assure, et je crois que vous pouvez dire là que nous avons montré quand même que nous n'étions pas les derniers de la classe ces derniers mois.

1388

M. Moreira: Je vous dirais que Messieurs que nous accompagnions au Portugal avec beaucoup d'intérêt et beaucoup de curiosité ces propositions de la Commission. Mais il est vrai que pour le Portugal il serait trop difficile d'envisager 1992 comme la date limite pour la libération complète des mouvements de capitaux. 1992 c'est déjà pour nous la date limite pour la libération des mouvements de capitaux autres que les transactions monétaires, les mouvements de capitaux liés au marché financier. Cela découle du traité de l'adhésion que nous avons signé le 1er janvier 1986 et nous nous sommes engagés à porter ??? toutes ces mesures jusqu'à 1992. Nous avons déjà pris quelques mesures, quoique limitées mais nous nous sommes préparés à mener quelques mesures intérimaires qui représentent quelques

progrès sur ces objectifs finals de libéraliser les autres mouvements de capitaux. C'est la raison pour laquelle nous avons besoin d'une période de transition supplémentaire car il faut être plus sûr sur les développements, soit sur le marché financier, soit sur le système financier, soit même sur les développements des autres mouvements de politique monétaire qu'il nous faut améliorer dans notre temps. Merci.

1405

M. Delors: Si vous permettez, un mot pour faire référence à la dernière observation de M. Dini faite au nom des suppléants. Il faut bien voir que l'échéance 1992, ce n'est pas par un coup de baguette magique le passage d'un monde dans un autre. Prenons par exemple le cas très difficile de l'ouverture des marchés publics. Il ne viendrait à l'idée de personne de dire: "Nous attendrons 1992 pour libérer tous les marchés publics". Des décisions très importantes vont être prises sous présidence allemande l'an prochain, puisque la présidence allemande a fait de la réalisation du marché intérieur une de ses priorités. Il en est de même dans d'autres domaines. Donc, nous sommes fondés à poser la question: "Ne faut-il pas libérer totalement les mouvements de capitaux pour huit pays dès l'année prochaine?" et n'est-ce-pas le meilleur moyen de pousser la réalisation du grand marché intérieur et de renforcer sa crédibilité auprès des entreprises? Je vous rappelle qu'à chaque fois que la Communauté connaît des difficultés ou des brouilles internes, c'est l'objectif 1992 lui-même qui est remis en cause. Or, les entreprises européennes croient à la réalisation du grand marché sans frontières. Elles s'organisent en conséquence, elles se rencontrent plus fréquemment, elles ont besoin d'y croire, et c'est pourquoi me semble-t-il, nous nous pensons que ce n'est pas trop audacieux l'an prochain de mettre en oeuvre cet espace financier commun pour huit pays. Bien entendu,

si vous estimez que c'est une question d'opportunité, ce n'est pas un problème de timing puisque je vous le rappelle, nous prenons tous les mois des décisions pour réaliser le grand marché sans frontières. Et celle-ci est de nature à dynamiser l'ensemble et à renforcer la crédibilité de cette ambition, c'est la raison pour laquelle nous n'avons pas cru devoir attendre 1992 pour vous présenter ces textes.

1426

M. le Président: Merci. Je crois que n'allons pas aller plus avant dans ce dossier. M. de Larosière?

M. de Larosière: Pardon. Je vais être très rapide. Je pense que le document préparé par la Commission et présenté par M. Delors est un document extrêmement utile. Nous sommes engagés dans la voie de la libération des mouvements de capitaux. Le marché unique de 1992 n'a pas de sens si on ne va pas dans cette direction. La France pour sa part a beaucoup progressé vers la libéralisation des mouvements de capitaux, mais il y a des questions et on ne peut pas les éluder. Je trouve que le fait de les avoir posées, notamment sur le plan fiscal, les conséquences sur la coopération monétaires, est extrêmement positif et je suis tout à fait d'accord pour qu'on confie au groupe de travail présidé par M. Dalgaard le soin d'examiner les indications de ces propositions concernant la libération des mouvements de capitaux, sur le fonctionnement et la cohésion du Système monétaire européen et la conduite coordonnée des politiques monétaires. Il y a d'ailleurs d'autres aspects qui ne relèvent pas des gouverneurs, qui sont des aspects fiscaux en particulier et je trouve qu'il faut maintenant avancer sur ce terrain.

M. le Président: Merci. Je crois bien que nous pouvons dire à ce stade que nous approuvons le mandat du Groupe Dalgaard complété par les experts du Groupe Raymond, en gros, c'est-à-dire les disciplines politiques monétaires internes devant les travaux présentés dûment. Je vous remercie M. Delors encore une fois d'avoir pris la peine de présenter en personne ce dossier absolument essentiel effectivement. Lundi prochain, en tant que Président de notre Comité, je serais à vos côtés à la réunion de l'ECOFIN et j'entends à ce moment-là défendre nos intérêts et marquer en tout cas que nous sommes disposés à lancer le plus vite possible, preuve en soi ce mandat, les travaux pour notre part.

1452

M. Dalgaard: Je voudrais vous demander M. le Président quand vous attendez le rapport, le premier peut-être sur ces questions.

M. le Président: Je ne suis pas en mesure de fixer un délai. Je demanderai à votre groupe élargi quand vous aurez fait le tour de la question, de nous dire comment vous évaluez votre travail et quel temps vous pensez devoir y consacrer. En pensant de commencer tôt, de cravacher bien sûr, mais de faire un travail approfondi et sérieux et c'est un peu aussi de vous que dépend si vous voulez le temps qui sera nécessaire pour faire un travail convenable, mais en sachant que nous avons une succession de Conseils des Ministres qui nous attendent puisqu'on vient de parler de la présidence allemande l'année prochaine. Mais un travail bien fait ne peut pas être bâclé, vous êtes le premier à le savoir d'ailleurs, vous travaillez toujours admirablement et nous vous faisons confiance. Nous passons à la suite de l'ordre du jour. Parmi les divers, je voudrais rappeler que nous nous approchons de la fin de l'année, de l'échéance de mon mandat en tant que Président

de notre Comité et que nous devons penser à la succession. C'est habituel qu'on se fixe un peu les idées en novembre puisque la décision devra intervenir en décembre pour une passation le 1er janvier. Il appartient en général au Président sortant de faire suggestion. Je proposerai de porter à la présidence de notre Comité M. le Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique, M. Jean Godeaux. Je fais valoir que c'est depuis mars 1982 que M. Godeaux est des nôtres mais qu'il n'a jamais encore présidé le Comité des ses pairs et ayant eu je crois la lourde charge de la présidence de la BRI, il a acquis une belle expérience; mais c'est depuis 1978 qu'il n'y a plus eu de représentant de la BNB à ce fauteuil. Le prochain Comité se tiendra le 8 décembre, on confirme la date. Nous passons rapidement au fonds, la séance du FECOM. Je soumetts à votre approbation le procès-verbal de la 142ème séance. J'appelle à la décharge à donner à l'agent de l'exécution des opérations en vous renvoyant au texte que vous avez reçu à ce propos; j'appelle les rapports mensuels de l'agent: activités du FECOM en septembre-octobre 1987. Puis, nous devons adopter la décision modifiant les décisions antérieures, qui modifie la 6ème Directive. Ce sont les simples formalités qui donnent suite à ce que nous avons décidé par ailleurs en tant que Comité des gouverneurs: renforcement du SME. S'il n'y a pas d'autre question, Point V: date et lieu de la prochaine séance, le 8 décembre.

Merci.

AUSSCHUSS DER PRÄSIDENTEN DER ZENTRALBANKEN  
DER MITGLIEDSTAATEN DER  
EUROPÄISCHEN WIRTSCHAFTSGEMEINSCHAFT

Vertraulich

Entwurf

219. SITZUNG

BASEL, DIENSTAG, DEN 10. NOVEMBER 1987, 10 UHR

---

Tagesordnung

- I. Billigung des Protokolls der 218. 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 EWG-Finanzminister über die Entwicklung an den Devisenmärkten der neunzehn an der Konzertation beteiligten Länder im September, Oktober und in den ersten Novembertagen 1987.
- IV. Unterzeichnung der Akte über den Beitritt der Bank von Portugal zum EWS-Abkommen(2).
- V. Durchführung der von den Zentralbankpräsidenten am 8. September 1987 vereinbarten Massnahmen zur Stärkung des EWS(3):
  - Unterzeichnung der Akte betreffend das Abkommen vom 13. März 1979 zwischen den Zentralbanken der Mitgliedstaaten der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft über die Funktionsweise des Europäischen Währungssystems;
  - Verabschiedung der Eintragungen in das Protokoll der Sitzung;
  - Verabschiedung des in Zukunft anzuwendenden Überwachungsverfahrens.
- VI. Gedankenaustausch über die jüngsten Vorschläge der Kommission zur vollständigen Liberalisierung des Kapitalverkehrs(4).
- VII. Weitere Fragen innerhalb der Zuständigkeit des Ausschusses.
- VIII. Zeit und Ort der nächsten Sitzung.

---

(siehe Anmerkungen auf der folgenden Seite)

## ANMERKUNGEN

- (1) In ihrem Bericht Nr. 62 (der am 30. Oktober 1987 versandt wurde) hat die "Dalgaard-Gruppe" einige Vorschläge zu diesem Überwachungsverfahren unterbreitet, und sie wird einen ersten Versuch an der Novembersitzung vorlegen. Einige neue statistische Graphiken, die unter der Aegide der Gruppe erstellt wurden, sowie die "Konzertationstabellen" und die Monatsstatistiken werden den Zentralbankpräsidenten bei ihrer Ankunft in Basel zur Verfügung stehen.
- (2) Ein Entwurf der Akte ist vom Sekretariat verteilt worden; er wurde von der "Dalgaard-Gruppe an ihrer letzten Sitzung vom 27. Oktober 1987 schon gebilligt.
- (3) In ihrem Bericht Nr. 62 hat die "Dalgaard-Gruppe" Entwürfe der Akte und der Eintragungen in das Protokoll sowie Vorschläge für das Überwachungsverfahren vorgelegt.
- (4) Die Notenbankpräsidenten könnten sich als Grundlage für ihre Diskussion folgender Dokumente bedienen: die Note, die von den Dienststellen der Kommission zu Händen des Währungsausschusses vorbereitet wurde (Note II/375/87 vom 19.10.1987) sowie die Mitteilung und die förmlichen Vorschläge, die kürzlich von der Kommission für die nächste Zusammenkunft der Finanzminister am 16. November 1987 vorgelegt wurden (siehe auch den beiliegenden Brief vom 30. Oktober 1987 des Vorsitzenden Ciampi an den Präsident Delors).