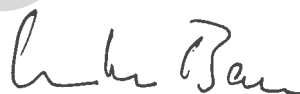


3rd January 1991

To the members of the Committee of Governors

Please find attached a letter from Governor de Larosière and some remarks from the Banque de France on the note on Policy dilemmas which has been sent to you on 21st December 1990.

With kind regards,



Gunter D. Baer

Banque de France
Le Gouverneur

Paris, le 3 janvier 1991

Cher Monsieur Baer,

J'ai lu avec beaucoup d'intérêt le document que vous avez bien voulu m'adresser sur "Policy dilemmas in the Exchange Rate Mechanism in 1991".

J'avoue que j'ai été un peu surpris par l'affirmation selon laquelle : "In Germany where fiscal policy has recently been loosened considerably, greater fiscal restraint would reduce the pressure on monetary policy. However, political priorities seem to rule this an unlikely prospect in the near future." J'estime qu'il y a là une des questions clés de la policy mix européenne et que le rôle de l'Unité Economique aurait dû être d'analyser ce problème et d'envisager les meilleures solutions à y apporter plutôt que d'adopter une position "politique" qui n'est pas du ressort de l'analyse économique.

Il est d'ailleurs évident que si l'on souhaite que le mark conserve son rôle "d'ancre du Système Monétaire Européen", il faut qu'il puisse s'appuyer sur une policy mix mieux équilibrée.

J'ajoute que ce document a suscité de la part de mes services un certain nombre de réflexions que je vous joins en annexe.

Je vous prie de croire, cher Monsieur Baer, à l'assurance de mes sentiments les meilleurs.

et à mes vœux la plus sincères pour la nouvelle année,

Lansiaux

**Remarques sur la note de l'Unité Economique du Comité des Gouverneurs intitulée :
"Policy Dilemmas in the Exchange Rate Mechanism in 1991"**

1) Si l'on se réfère aux statistiques annexées au document, et compte tenu des difficultés à appréhender exactement les évolutions d'une année sur l'autre, notamment pour l'ensemble de l'Allemagne, le graphique 4 ne fait pas apparaître de divergence cyclique nette des taux de croissance européens : mis à part les cas du Danemark et du Luxembourg, les autres pays de la CEE et spécialement l'Allemagne semblent se caractériser par des taux de croissance en baisse.

2) Quels sont les éléments qui expliquent, à l'heure actuelle, la forte pression de la demande en Allemagne ?

- La demande externe, dont l'importance est significative pour la RFA, faiblit actuellement, comme l'a récemment indiqué le rapport des Instituts de Conjoncture allemands.
- Quel est le rythme réel de la progression de la demande interne pour l'ensemble de l'Allemagne début 1991 ?
- L'importance des pressions qu'engendre une forte demande doit s'évaluer en relation avec les tensions sur les prix et les capacités de production qu'elles créent, or :
 - * les prix allemands sont demeurés stables sur la période récente, alors même que la croissance en RFA était forte et que le déficit budgétaire augmentait ; Même si le prix du PNB a augmenté plus rapidement que d'ordinaire, les prix à la consommation sont restés stables du fait de la baisse des prix à l'import ;
 - * compte tenu des investissements réalisés ces deux dernières années, dans quelle mesure les capacités de production en Allemagne peuvent-elles répondre à l'augmentation de la demande ?

3) Il serait utile d'analyser les anticipations des marchés en matière d'inflation, notamment :

- prendre en compte l'évolution de la courbe des taux en Allemagne ;
- vérifier si les demandes d'augmentation salariales actuellement enregistrées en RFA sont exceptionnelles et si les hausses de salaire du bâtiment se transmettent effectivement aux autres secteurs. L'an dernier, des craintes semblables avaient été exprimées : quels effets de transmission ont été constatés ? En quoi la situation début 1991 est-elle plus grave ?

4) L'étude de l'Unité Economique ne signale pas que l'élargissement du déficit public français, qui aurait comme but d'accompagner une politique budgétaire allemande exagérément laxiste, ne serait pas acceptable et marquerait un recul de la progression vers une Union Economique et Monétaire aux finances publiques équilibrées. En effet, compte tenu de la permanence d'un déficit extérieur en France, il serait tout à fait contre indiqué de stimuler la demande interne par la voie du déficit budgétaire.

5) Ne pourrait-on envisager la possibilité de recourir à des interventions sur les marchés de change, dans le cas où des tensions temporaires se manifesteraient au sein du SME sans pour autant remettre en cause l'orientation stricte de la politique monétaire ? Si le déficit budgétaire allemand devait se résorber rapidement, des interventions stérilisées ne pourraient-elles permettre de contenir des pressions essentiellement spéculatives ?