

La libération des mouvements de capitaux : bilan et échéances

Jean-Pierre BACHÉ*

Direction générale des Affaires économiques et financières
de la Commission des Communautés européennes

Le 24 juin 1988, le Conseil des ministres des Communautés européennes a adopté une directive qui consacre la libération complète des mouvements de capitaux dans la Communauté et qui en fixe le calendrier et les modalités de mise en œuvre. Dans une déclaration conjointe, le Conseil et la Commission ont tenu à souligner à cette occasion la portée de cette décision l'estimant « nécessaire à l'achèvement du marché intérieur et marquant une étape importante dans la voie de la réalisation de l'Union économique et monétaire ».

L'adoption de cette directive est l'aboutissement d'un processus, prévu par l'article 67 du traité de Rome¹, dont le déroulement aura été loin d'être continu. En fait, la libération des mouvements de capitaux se sera opérée en deux phases principales : au tout début des années soixante puis au cours de la période récente depuis 1983.

Cet article se propose de rappeler le contenu des diverses initiatives qui ont scandé cette évolution et de mettre en évidence le contexte économique communautaire ou international dans lequel elles se sont insérées : la nécessité des premières mesures de libération pour assurer le bon fonctionnement du marché commun ; le changement d'attitude à l'origine de la reprise du mouvement après une longue période de blocage ; la démarche retenue pour parvenir à une libération complète.

* Les vues exprimées ici sont celles de l'auteur et n'engagent pas l'institution à laquelle il appartient.

1 — L'article 67 du traité stipule : « les États membres suppriment progressivement entre eux, pendant la période de transition et dans la mesure nécessaire au bon fonctionnement du marché commun, les restrictions aux mouvements de capitaux appartenant à des personnes résidant dans les États membres, ainsi que les discriminations de traitement fondées sur la nationalité ou la résidence des parties, ou sur la localisation du placement ».

S'agissant de l'une des quatre libertés fondamentales du traité, on notera le caractère relativement prudent de cette disposition qui se fonde sur une approche progressive et conditionnelle. Dans un arrêt de janvier 1981 (Arrêt Casati), la Cour de justice a d'ailleurs confirmé que le principe de libre circulation des capitaux n'était pas, même depuis la fin de la période transitoire, d'application directe mais devait être mis en œuvre par voie de directives prises par le Conseil, à la majorité qualifiée, et sur proposition de la Commission conformément à l'article 69 du traité.

LIBÉRATION DES CAPITAUX

LES PREMIÈRES RÉALISATIONS : LES DIRECTIVES DE 1960 ET 1962

DES RAISONS ÉCONOMIQUES PERMANENTES

La libre circulation des capitaux est inhérente à la logique économique qui sous-tend l'instauration du marché commun et, dans une perspective plus longue, la réalisation d'une Union économique et monétaire.

- Cette logique est d'assurer une mobilisation et une affectation plus efficaces des ressources. Il serait paradoxal que le facteur de production le plus mobile par nature soit le plus restreint. Le libre accès à tous les marchés de capitaux dans la Communauté offre aux opérateurs un élargissement et une diversification considérables de leur choix financiers pour leurs investissements, pour leurs emprunts ou pour la gestion de leur trésorerie.
- La libre circulation des capitaux est une condition nécessaire à la constitution dans la Communauté d'un secteur financier compétitif à même de tirer parti des économies d'échelle et de gamme offertes par un marché de grande dimension. Ces gains de compétitivité bénéficient aux utilisateurs de services financiers grâce à une réduction des coûts d'intermédiation et à une amélioration de la qualité des prestations fournies². L'industrie financière qui représente 6,4 % du PIB de la Communauté et 3 % de l'emploi ne peut rester à l'écart du processus d'intégration qui caractérise les autres secteurs de l'économie.
- La levée des contrôles de change signifie la suppression des formalités administratives que de tels contrôles rendent nécessaires sur tous les transferts, y compris ceux liés à des opérations libérées. Il en résulte une simplification substantielle des régimes de paiement, favorisée en outre par le développement des techniques modernes de transferts.
- Quelle que soit la manière dont on conçoit le processus d'unification monétaire, l'instauration d'une convertibilité complète des monnaies entre elles en est une étape obligée.

105

LES DEUX PREMIÈRES DIRECTIVES DE LIBÉRATION

Ceci explique pourquoi, dès le tout début du marché commun, la Commission ait cherché à engager, de façon ambitieuse à l'époque, le processus de libération des mouvements de capitaux. Elle proposait et le Conseil adoptait en 1960 une première directive en ce sens³; une seconde directive y apportait en 1962 un certain nombre d'éclaircissements et compléments⁴. Ces directives constituent aujourd'hui encore le socle des dispositions communautaires en ce domaine. Elles définissent un régime de libération différencié selon les catégories d'opérations, celles-ci étant regroupées en listes distinctes sur base d'une nomenclature générale des mouvements de capitaux.

- Au titre de ces directives, plusieurs catégories importantes de mouvements de capitaux sont libérées, les États membres étant tenus en ce qui concerne ces opérations d'accorder les autorisations requises pour leur conclusion et leur exécution

²— Les études menées sur le coût de la non-Europe évaluent à 0,7 % du PIB en moyenne dans la Communauté les gains attendus de la réduction du prix des services financiers.

³— Directive du 11 mai 1960 — JO n° 921, p. 60.

⁴— Directive 63/21/CEE du 18-12-1962 — J.O. n° 9 du 22-11-1963, p. 62.

ESPACE MONÉTAIRE EUROPÉEN

ainsi que pour les transferts y afférant. Les mouvements de capitaux ainsi libérés concernent d'abord ceux les plus directement liés à l'exercice des autres libertés du traité : investissements directs et immobiliers, opérations en capital de caractère personnel associées à des mouvements migratoires, crédits à court et moyen terme liés à des transactions commerciales en biens ou services, transferts en exécution de contrats d'assurance. Du point de vue de la balance des paiements, la libération de ces opérations revient à tirer les conséquences découlant inévitablement de la libre circulation des personnes, des biens et des services.

Les premières directives vont toutefois plus loin en libérant également des opérations de nature strictement financière, à savoir l'acquisition par des résidents (des non-résidents) des titres étrangers (nationaux) négociés en bourse. À une époque, il est vrai, où ce type de transactions était encore peu développé, les premières directives communautaires ouvrent ainsi la voie à une interconnexion effective des marchés financiers nationaux et à des mouvements de capitaux importants pouvant résulter des arbitrages de portefeuille.

- En revanche, les mouvements de capitaux portent sur l'admission des titres sur le marché d'un autre État membre, les transactions sur titres non négociés en bourse, les crédits commerciaux à long terme et les crédits et prêts financiers à moyen et long terme ne font l'objet que d'une libération conditionnelle, en ce sens qu'un État membre peut maintenir ou rétablir des restrictions à ces opérations dès lors qu'elles existaient à la date d'entrée en vigueur de la directive (ou à la date d'adhésion). En pratique, cette libération conditionnelle ne s'est appliquée qu'à l'Union belgo-luxembourgeoise et à l'Allemagne, seuls États membres qui ne maintenaient pas aux dates indiquées de restrictions sur ces mouvements de capitaux.

- Pour les autres opérations, correspondant principalement à des mouvements de capitaux à court terme, les États membres restent libres d'imposer ou non des restrictions.

106

LA REPRISE DU PROCESSUS DE LIBÉRATION

UN CHANGEMENT D'ATTITUDE

Au cours des deux décennies qui ont suivi ces premières initiatives, aucun nouveau progrès n'a pu être réalisé. Les raisons de ce blocage ont été explicitées dans plusieurs analyses et notamment dans une communication présentée en 1983⁵ par la Commission au Conseil sur le thème de l'intégration financière. La principale explication réside dans l'impossibilité de concilier le libre-échange commercial et financier et une relative fixité des taux de change d'une part, avec l'autonomie des politiques économiques d'autre part. Cette incompatibilité devenait encore plus difficile à surmonter dès lors que les États membres se trouvaient confrontés au cours de cette période à des chocs de grande ampleur (crise du dollar et du système monétaire international, déséquilibre des balances des paiements, renchérissement du prix de l'énergie) et que chacun tentait d'y répondre isolément.

⁵ — Communication de la Commission au Conseil sur l'intégration financière de la Communauté. Doc. COM (83) 207 final - avril 1983.

LIBÉRATION DES CAPITAUX

Trois types de facteurs devaient permettre de débloquer cette situation :

- La mise en place du Système monétaire européen et la pratique qui en a été faite a contribué de façon sans doute décisive à restaurer la convergence nécessaire des politiques et des performances économiques dans la Communauté. Cette expérience réussie montrait les limites d'une conduite indépendante des politiques économiques nationales et l'efficacité toute relative et temporaire des contrôles de change comme gage d'autonomie.
- Simultanément, on assistait à un développement spectaculaire du phénomène financier, caractérisé par l'internationalisation et la globalisation des marchés et un rythme rapide d'innovations. Ce développement a certes, pour une part, un caractère conjoncturel lié à la persistance de déséquilibres budgétaires ou de balances des paiements de grande ampleur et à une extrême volatilité des taux de change et des taux d'intérêt. Il comporte des risques, comme l'a montré la crise boursière heureusement surmontée d'octobre 1987 : celui d'un découplage entre les sphères réelle et financière de l'économie, celui d'un effondrement de l'ensemble du système financier si le fonctionnement en est mal maîtrisé par les opérateurs et par les autorités de tutelle. Cette évolution est toutefois largement irréversible et l'existence d'un système financier moderne doit être considérée comme un atout essentiel dans le développement économique.

Face à cette évolution, la situation de la Communauté apparaissait de plus en plus anachronique. Alors que plusieurs de ses places financières et beaucoup de ses établissements participaient activement à ce mouvement⁶, le système financier européen demeurerait fragmenté par le maintien des contrôles de change et les entraves à la libre prestation de services financiers.

- L'impulsion politique décisive devait venir de la ratification par les États membres de l'Acte unique qui incorpore l'achèvement du processus de libération des mouvements de capitaux dans le projet plus vaste de création d'un grand marché sans frontières intérieures.

107

L'APPLICATION PLUS RIGoureuse ET L'EXTENSION DES OBLIGATIONS COMMUNAUTAIRES DE LIBÉRATION

La relance du processus de libération s'est opérée à travers deux types d'actions : il s'agissait d'assurer une gestion plus stricte des régimes de sauvegarde puis de réengager le processus législatif de libération des capitaux.

Le recours fréquent et prolongé à la clause de sauvegarde prévue aux articles 108 et 109 du traité en cas de difficultés ou de menaces graves de difficultés de balance des paiements avait introduit un écart croissant entre la situation de droit, fixée par les directives de 1960 et 1962, et la situation de fait en matière de libération des mouvements de capitaux. À la fin des années soixante-dix, sur neuf États membres composant alors la Communauté, le degré de libération atteint dans quatre d'entre eux allait bien au-delà des obligations communautaires (Allemagne et pays du Benelux) alors que les cinq autres maintenaient, à titre de sauvegarde, de larges restrictions sur des mouvements de capitaux en principe libérés. Ainsi, la France a pu, sous couvert d'une décision prise à ce titre en 1968, introduire tout un ensemble de restrictions, les assouplir à certaines périodes et les réintroduire partiellement en 1981, sans avoir besoin dans ce dernier cas d'une nouvelle autorisation et sans devoir se plier à

6— Les engagements extérieurs des banques établies dans la Communauté (en données consolidées : c'est-à-dire à l'exclusion des engagements envers des résidents d'autres États membres de la Communauté) ont représenté en 1987 plus de 35 % du total des engagements extérieurs des banques déclarantes à la BRI contre 17 % pour les banques au Japon et 15 % pour les banques aux États-Unis.

ESPACE MONÉTAIRE EUROPÉEN

nouveau à la procédure relativement lourde de mise en œuvre de l'article 108 (examen de la situation économique ; recommandation de la Commission sur les mesures de politique économique susceptibles d'être adoptées ; octroi éventuel d'un concours mutuel).

En 1984, la Commission a procédé à une révision⁷ des décisions en vigueur prises au titre de l'article 108 paragraphe 3 afin d'en limiter le champ d'application aux seules mesures de sauvegarde effectivement appliquées et de fixer une échéance précise à la validité des autorisations accordées. Cette nouvelle approche a permis un démantèlement rapide des mesures de sauvegarde. Les dérogations accordées à la France et à l'Italie ont été abrogées respectivement en juin 1986 et juillet 1987 ; celle octroyée à l'Irlande expirera à la fin de l'année 1988. Présentement, seule la Grèce continue à bénéficier de cette clause de sauvegarde, l'Espagne et le Portugal bénéficiant pour leur part des dispositions transitoires prévues dans l'Acte d'adhésion.

L'adoption par le Conseil, en décembre 1985, d'une nouvelle directive⁸ marquait la reprise du processus législatif communautaire. L'objet de cette directive était de donner toute sa portée à une autre directive⁹ adoptée simultanément dans le domaine de la prestation de services financiers et prévoyant la libre commercialisation, à partir du 1^{er} octobre 1989, des parts émises par les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM). La liberté de commercialisation impliquait l'absence de restrictions, au titre de la réglementation des changes, sur les transactions afférentes à ces titres.

En mai 1986, dans la perspective de l'achèvement du marché intérieur, la Commission présentait au Conseil un programme¹⁰ en deux étapes pour une libération complète des mouvements de capitaux. La première étape de ce programme devait être très rapidement franchie avec l'adoption en novembre 1986¹¹ d'une directive étendant l'obligation communautaire de libération aux crédits commerciaux à long terme et à l'ensemble des opérations sur titres du marché financier (transactions sur titres non-négociés en bourse, admission sur le marché national de titres émis par un émetteur d'un autre État membre). La directive de 1960, telle qu'ainsi modifiée, fixe présentement les obligations de libération des États membres en la matière.

LA LIBÉRATION COMPLÈTE DES MOUVEMENTS DE CAPITAUX

LA DÉMARCHÉ RETENUE

La réalisation de la seconde étape du programme convenu en 1986 — c'est-à-dire la conduite à son terme du programme de libération des capitaux à l'horizon 1992 conformément à l'objectif de l'Acte Unique — impliquait des choix importants.

La priorité accordée à cette action se justifie par la forte impulsion qu'est à même d'exercer la libre circulation des capitaux sur les autres domaines de

7 — Ces décisions sont parues au JO n° L 8 du 10-1-1985 : révision des décisions initiales pour la France, l'Irlande et l'Italie, abrogation pour le Danemark. Le Royaume-Uni avait supprimé tous les contrôles de change à la fin de 1979.

8 — Directive 85/583/CEE du 20-12-1985 - JO n° L 372.

9 — Directive 85/611/CEE du 20-12-1985 - JO n° L 375.

10 — Doc. COM 86/292 final - mai 1986.

11 — Directive 86/566/CEE du 17-11-1986 - JO n° L 332.

LIBÉRATION DES CAPITAUX

l'intégration économique, financière et monétaire de la Communauté. Pour cette raison, il était important que cette liberté soit assurée, au moins dans la plus grande partie de la Communauté, avant l'échéance fixée à l'achèvement du marché intérieur.

La libération des mouvements de capitaux est une condition nécessaire mais non suffisante à la création d'un espace financier intégré dans la Communauté. La mobilité des capitaux rendue possible par la levée des contrôles de change doit pouvoir s'appuyer sur un réseau homogène, efficace et sûr de services financiers. Pour la plus grande part, la circulation des capitaux s'opère en effet à travers une intermédiation financière ou à travers des marchés dont l'accès ou le fonctionnement sont assurés par des intermédiaires professionnels. La création d'un espace financier intégré impose donc de supprimer les cloisonnements pouvant résulter des différences entre les dispositions nationales régissant ce type d'activités. En ce domaine, la Commission a retenu une approche fondée sur une harmonisation des règles essentielles, permettant une reconnaissance mutuelle des dispositions nationales, et sur le principe du contrôle du prestataire de services par le pays d'origine. Toutefois, si les mesures destinées à assurer la libre prestation de services financiers constituent le complément indispensable de la libération des mouvements de capitaux, elles ne pouvaient pas, sans risque de bloquer à nouveau l'ensemble du processus, être considérées comme une condition préalable absolue.

Il fallait enfin admettre que certains États membres moins avancés dans la voie de l'intégration, en raison de leur adhésion récente ou du moindre degré de développement ou d'ouverture de leur système financier, puissent, dans les limites de temps bien établies, bénéficier des régimes transitoires nécessaires et/ou d'un soutien financier approprié en cas de difficultés de balances des paiements¹².

LES PRINCIPALES DISPOSITIONS DE LA DIRECTIVE DU 24 JUIN 1988

109

Au titre de cette nouvelle directive¹³, toutes les restrictions aux mouvements de capitaux intervenant entre résidents de la Communauté devront être supprimées. L'obligation de libération se trouve donc étendue aux opérations à caractère monétaire ou quasi-monétaire (prêts et crédits financiers, opérations en comptes courants et de dépôts, opérations sur titres et autres instruments normalement traités sur le marché monétaire).

Le délai normal donné aux États membres pour se conformer à cette nouvelle obligation a été fixé à deux ans (1^{er} juillet 1990). Quatre États membres (Espagne, Grèce, Irlande et Portugal) sont autorisés à maintenir certaines restrictions sur les opérations nouvellement libérées jusqu'à la fin de 1992¹⁴. La Belgique et le Luxembourg, qui d'ores et déjà n'appliquent pas d'autres restrictions, pourront maintenir jusqu'à cette date un double marché des changes sous la condition que les cours sur ces marchés ne présentent pas entre eux d'écarts notables et durables.

Pour les États membres concernés par l'échéance la plus proche de juillet 1990, trois d'entre eux — l'Allemagne, les Pays-Bas et le Royaume-Uni — ont déjà procédé à la levée des contrôles de change. Le Danemark, anticipant sur l'échéance

12 — Pour cette raison, un règlement aménageant et regroupant les instruments communautaires de soutien à moyen terme des balances des paiements a été proposé et adopté en même temps que la nouvelle directive de libération des capitaux. Règlement (CEE) n° 1969/88 du 24 juin 1988 - JO n° L 178 du 8 juillet 1988.

13 — Directive 88/361/CEE - JO n° L 178 du 8 juillet 1988.

14 — La possibilité d'une prorogation supplémentaire jusqu'à fin 1995 est prévue pour la Grèce et le Portugal, en cas de difficultés de balance des paiements ou d'une adaptation insuffisante de leur système financier; l'octroi de cette prorogation exige l'adoption d'un acte ad hoc du Conseil selon la procédure de l'article 69 du traité.

ESPACE MONÉTAIRE EUROPÉEN

fixée par la directive, a libéralisé, à compter du 1^{er} octobre 1988, tous les mouvements de capitaux. En France, compte tenu des mesures d'assouplissement déjà intervenues, il reste à libérer totalement les opérations d'ouverture et d'approvisionnement de comptes courants et dépôts à l'étranger (autorisées maintenant pour les seules entreprises en liaison avec leurs opérations commerciales) et les crédits et prêts financiers en monnaie nationale à des non-résidents (ceux-ci ne peuvent être octroyés, sous certaines conditions, que par les institutions de crédit). La position actuelle de l'Italie est proche de celle de la France.

La nouvelle directive contient une clause de sauvegarde spécifique qui permet à un État membre d'établir, pour une durée maximale de six mois, des restrictions sur les mouvements de capitaux à court terme en cas de perturbations de sa politique monétaire ou de change. Ces mesures doivent être autorisées par la Commission, mais l'État membre peut, en cas d'urgence, les adopter lui-même à titre conservatoire. Le Comité monétaire et le Comité des Gouverneurs des Banques centrales sont étroitement associés à la gestion de cette clause de sauvegarde. Le Conseil a un droit de révocation ou d'amendement sur les décisions prises par la Commission à cet égard. Il examinera avant la fin 1992, sur rapport de la Commission, si ce dispositif reste approprié.

Plusieurs types de mesures prises par les États membres dans les divers domaines de la politique économique peuvent avoir une incidence sur les mouvements de capitaux. Dans une situation où la liberté des mouvements de capitaux devient la règle, l'appréciation de la compatibilité de ces mesures avec l'obligation générale de libération peut s'avérer plus difficile et demandera le plus souvent une appréciation au cas par cas. La directive rappelle quelques principes à cet égard et dote les instances communautaires des moyens d'examen nécessaires.

- La directive maintient le droit des États membres de prendre les mesures indispensables pour faire échec aux infractions à leurs lois et règlements, notamment en matière fiscale ou de surveillance prudentielle des établissements financiers, et de prévoir des procédures de déclaration à des fins d'information administrative ou statistique. Il est toutefois stipulé que ces mesures et procédures ne peuvent avoir pour effet d'empêcher les mouvements de capitaux.

- La directive n'affecte pas la compétence des États membres dans la conduite de leur politique monétaire et dans l'organisation interne de leur marché des capitaux et du crédit, sans préjudice bien sûr de dispositions communautaires prévues par ailleurs dans le domaine de la coopération monétaire ou dans celui de l'harmonisation des règles nationales. Une procédure d'information est prévue quant aux mesures de régulation de la liquidité bancaire pouvant avoir une incidence spécifique sur les mouvements de capitaux (par exemple, fixation de coefficients de réserves sur les avoirs et engagements extérieurs des banques, réglementation de la position extérieure des banques...). Le Comité monétaire et le Comité des Gouverneurs formuleront des avis à l'intention de la Commission pour apprécier si ces mesures sont limitées à ce qui est nécessaire aux besoins de la régulation monétaire interne.

La nouvelle directive comporte certaines dispositions relatives aux relations avec les pays tiers en matière de mouvements de capitaux. Le principe d'une libération *erga omnes* est inscrit dans le dispositif. Les États membres doivent s'efforcer d'atteindre dans les transferts avec les pays tiers le même degré de libération qu'ils appliquent au sein de la Communauté. Cette disposition ne préjuge pas toutefois les autres dispositions existantes ou pouvant être adoptées dans les domaines de l'établissement et de la prestation de services financiers ou de l'admission de titres d'émetteurs de pays tiers sur les marchés nationaux de capitaux.

Par ailleurs, la possibilité d'une action concertée de la Communauté face à des

LIBÉRATION DES CAPITAUX

chocs monétaires ou financiers externes est prévue. Cette concertation a lieu au sein du Comité monétaire et du Comité des Gouverneurs des Banques centrales à l'initiative de la Commission ou d'un État membre. Elle porte sur toute mesure susceptible d'être adoptée pour remédier aux difficultés rencontrées. Les mesures envisageables à ce titre sont principalement des dispositions coordonnées de politique monétaire et de change. Toutefois, si celles-ci s'avèrent insuffisantes, la possibilité d'une régulation concertée des mouvements de capitaux à court terme en provenance ou à destination des pays tiers n'est pas exclue.

Dans une situation de pleine liberté, les mouvements de capitaux pourraient être davantage influencés par des considérations fiscales. En présentant ses propositions de libération des capitaux, la Commission avait posé la question des risques accrus de distorsions et de fraude fiscales, liés à la diversité des régimes d'imposition de l'épargne et du contrôle de leur application. Suite également aux préoccupations exprimées par plusieurs États membres, il a été convenu que la Commission présentera, d'ici à la fin de l'année, des propositions visant à supprimer ou à atténuer de tels risques et que le Conseil se prononcera avant le 30 juin 1989.

La libre circulation des capitaux et des services financiers, s'ajoutant au développement de nouveaux instruments, ouvre aux agents économiques pris individuellement des possibilités de choix élargies dans leur recherche des meilleures combinaisons rendement-risque. En contrepartie, le système monétaire et financier dans son ensemble est rendu plus sensible aux risques de déstabilisation ou de distorsions et les modes de régulation doivent être adaptés en conséquence¹⁵.

La création d'un espace financier véritablement intégré implique une gestion de plus en plus collective de ces risques « systémiques ». Comme il a été indiqué dans le présent article, la Communauté s'est engagée dans un programme d'harmonisation des règles prudentielles et de surveillance des établissements et des marchés financiers en vue d'assurer, dans ce contexte nouveau, la protection de l'épargne, un haut degré de transparence et d'information pour les opérateurs, la solvabilité des intermédiaires et des conditions égales de concurrence. De même, il a été décidé que le délai retenu pour l'application de la nouvelle directive de libération des capitaux sera mis à profit pour définir les mesures permettant de réduire les risques de distorsion et d'évasion fiscale.

111

La question la plus cruciale pour l'avenir concerne néanmoins la façon dont s'organisera la prise en charge par la Communauté du troisième type de risque systémique : celui d'une moindre stabilité monétaire pouvant résulter de la libération. Un haut degré de stabilité des taux de change est en effet indispensable pour retirer tous les bénéfices attendus d'un grand marché intérieur. Le renforcement du SME convenu à Bâle et Nyborg constituait pour la Commission un préalable à la libération complète des mouvements de capitaux. La clause de sauvegarde spécifique introduite dans la nouvelle directive offre un filet de sécurité limité. Comme l'expérience le prouve dans la plupart des pays industrialisés, la suppression des contrôles de change est à même de renforcer la crédibilité vis-à-vis de la politique économique menée. Toutefois, la discipline des taux de change devra se fonder davantage encore sur un effort de convergence et de coopération économique et monétaire, d'où l'importance de la décision du Conseil Européen de Hanovre de constituer, sous la responsabilité du Président Delors, un Comité chargé d'étudier et de préparer les étapes concrètes devant mener à l'Union monétaire. □

¹⁵ — Sur les diverses implications de la libération des mouvements de capitaux, cf. notamment les analyses présentées par un groupe d'experts indépendants et par les services de la Commission dans « La création d'un espace financier européen », *Économie Européenne* n° 36, mai 1988. Commission des Communautés européennes. Direction générale des Affaires économiques et financières.