

PROCES-VERBAL*
DE LA 221^e SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS
DES BANQUES CENTRALES DES ETATS MEMBRES
DE LA COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE
TENUE A BALE, LE MARDI 12 JANVIER 1988 A 10 HEURES

Sont présents: le Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique et Président du Comité, M. Godeaux, accompagné par MM. Janson, Rey et Michielsen; le Gouverneur de la Danmarks Nationalbank, M. Hoffmeyer, accompagné par M. Mikkelsen; le Vice-Président de la Deutsche Bundesbank, M. Schlesinger, accompagné par M. Rieke; le Gouverneur de la Banque de Grèce, M. Chalikias, accompagné par MM. Papademos et Karamouzis, le Gouverneur du Banco de España, M. Rubio, accompagné par MM. Linde et Durán; le Gouverneur de la Banque de France, M. de Larosière, accompagné par MM. Waitzenegger et Capanera; le Gouverneur de la Central Bank of Ireland, M. Doyle, accompagné par MM. O'Grady Walshe et Reynolds; le Gouverneur de la Banca d'Italia, M. Ciampi, accompagné par MM. Dini et Masera; le Président de la Nederlandsche Bank, M. Duisenberg, accompagné par MM. Szász et Boot; le Gouverneur du Banco de Portugal, M. Tavares Moreira, accompagné par M. Dias; le Gouverneur de la Bank of England, M. Leigh-Pemberton, accompagné par MM. Loehnis et Kirby; le Directeur Général des Affaires économiques et financières de la Commission des Communautés européennes, M. Costa, accompagné par M. Boyd; M. Kees, Secrétaire du Comité monétaire; le Directeur Général de l'Institut monétaire luxembourgeois, M. Jaans. Assiste en outre M. Dalgaard, Président du groupe d'experts. Le Secrétaire Général du Comité, M. Morelli, et son Adjoint, M. Bascoul, et MM. Scheller et Cook sont aussi présents, ainsi que MM. Bockelmann et Dagassan.

* Texte définitif, approuvé lors de la séance du 9 février 1988, et comportant par rapport au projet quelques modifications de caractère rédactionnel.

I. Approbation des procès-verbaux des 219e et 220e séances

Le Comité approuve à l'unanimité le procès-verbal de la 219e séance, étant entendu que les amendements de caractère rédactionnel qui ont été proposés seront incorporés dans le texte définitif.

En ce qui concerne le procès-verbal de la 220e séance, son approbation est renvoyée à la prochaine séance, en raison de la diffusion tardive du projet.

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

- Préparation par le "Groupe Dalgaard" et discussion par le Comité des Suppléants;
- Graphiques et tableaux

A. Exposé de M. Dalgaard

Le dollar a beaucoup fluctué en décembre et a perdu du terrain qui a presque entièrement été regagné durant la première semaine de janvier. Le déclin a été lié aux mauvais résultats de la balance commerciale américaine d'octobre, publiés à la mi-décembre, et au Communiqué du G7 diffusé le 23 décembre qui a été jugé décevant. Ce déclin s'est produit malgré des réductions de taux d'intérêt en Europe et des interventions de soutien importantes, environ \$EU 13 milliards, très largement distribuées sur un grand nombre de banques centrales. Fin décembre, la Deutsche Bundesbank, la Federal Reserve Bank of New York et la Banque du Japon sont convenues que si le dollar continuait à baisser elles interviendraient de façon continue. Cet arrangement technique a bien fonctionné (la "Federal" notamment a mieux fait connaître sa présence sur le marché) et le dollar s'est raffermi. Les banques centrales ont poursuivi leurs interventions après la reprise de la monnaie américaine et celle-ci a ensuite continué le mouvement presque d'elle-même.

Les statistiques établies par le Secrétariat sur les interventions montrent que, pour l'ensemble de 1987, les achats nets de dollars se sont élevés au chiffre considérable de \$EU 120 milliards, dont 35 par la Banque du Japon, 27 par la Bank of England, 15 par le Banco de España et 9 par la "Federal".

En ce qui concerne la diversification des réserves de change des banques centrales, des données ont été obtenues auprès du FMI. Il apparaît

que les avoirs en dollars augmentent de plus en plus mais que leur part relative dans l'ensemble des réserves a peu évolué. Par ailleurs, ces avoirs s'accroissent moins que les achats sous forme d'interventions recensées dans le cadre de la concertation. En tout état de cause, les données doivent être améliorées et les experts pensent revenir sur cette question quand ils disposeront de meilleures statistiques permettant de tirer quelques conclusions.

Le yen japonais s'est apprécié plus fortement que les monnaies européennes à l'égard du dollar et ce mouvement est à relier à l'importance très grande des investisseurs japonais dans la relation de change dollar/yen. A l'intérieur du SME, il n'y a pas eu de tensions et les positions relatives des monnaies sont restées à peu près inchangées. Les taux d'intérêt ont baissé dans la plupart des pays mais les différentiels ont très peu varié. Les interventions ont été très limitées et celles qui ont été faites avaient essentiellement un objectif dollar. Si cette stabilité du SME a pu paraître surprenante, étant donné la baisse du dollar, elle confirme ce que les experts ont déjà dit dans des rapports précédents, à savoir qu'il n'y a pas de raison mécanique pour qu'une chute du dollar entraîne nécessairement des tensions dans le système. De l'avis des experts, la stabilité dans le SME repose sur le fait qu'il n'y a pas d'anticipations d'un réalignement dans un avenir proche et que si un réalignement devait avoir lieu il serait nécessairement limité. Les risques de change sont donc pour le moment couverts par les différentiels de taux d'intérêt. En outre, les marchés semblent avoir l'impression que la coopération est meilleure dans le système après l'Accord de Bâle/Nyborg et les modifications concertées des taux d'intérêt en novembre. Ainsi, le risque principal pour le SME dans les mois prochains serait plutôt d'ordre politique - élections en Allemagne et en France, déclarations politiques imprudentes - sans exclure toutefois le risque d'une nouvelle chute du dollar.

Le groupe "surveillance" a également discuté, sous ses aspects taux de change, la question des interventions en deutsche marks de la Bank of England. Celle-ci a rappelé que le Trésor britannique est propriétaire des réserves officielles et qu'elle n'est qu'Agent; elle a aussi souligné que le respect de la limite de 3 DM pour 1 £ est très important psychologiquement et techniquement, car le franchissement de cette limite déclencherait le levée d'un grand nombre d'options. Il serait donc plus simple pour la Bank of England de n'intervenir qu'en deutsche marks; avec des interventions en dollars, comme c'est le cas normalement, elle doit

agir un peu plus tôt pour s'assurer que les "cross rates" restent bien en deçà du seuil fatidique et ses interventions risquent d'être plus importantes que nécessaire en termes absolus, ce qui affecte encore un peu plus les conditions monétaires internes. En outre, les montants très élevés de dollars acquis par la Bank of England ont suscité des questions au Parlement et dans la presse et ont fait naître l'idée d'une certaine diversification des réserves. De l'autre côté, la Bundesbank a fait remarquer que des achats de deutsche marks étaient très gênants au moment où elle essayait de calmer les pressions sur sa monnaie, notamment par des taux d'intérêt bas, et d'éviter des tensions dans le SME. L'action de la Bank of England aurait certainement causé des dommages plus grands si elle avait été connue des marchés. Le représentant de la Banca d'Italia a indiqué l'embarras ressenti à Rome devant un affermissement du deutsche mark et du franc français résultant d'une action qui n'a pas fait l'objet d'informations ou de préavis. La baisse des prix du pétrole a affaibli quelque peu la livre sterling mais on ne peut pas dire que le problème est résolu.

La peseta espagnole bénéficie encore de taux d'intérêt élevés, toutefois, ces taux sont en baisse et le cours de change se normalise. La drachme grecque et l'escudo n'ont pas connu de problèmes particuliers.

B. Exposé de M. Janson

Suite au rapport oral présenté par M. Dalgaard, les Suppléants ont procédé à un échange de vues qui peut se résumer comme suit:

- satisfaction à court terme à l'égard de la politique coordonnée vis-à-vis du dollar,
- perplexité au sujet du financement du déficit courant américain en 1988,
- satisfaction à l'égard de la résistance du SME.

La politique coordonnée vis-à-vis du dollar, qui s'est effectuée début janvier, peut être qualifiée comme un succès à court terme. Ce succès est dû en partie à une bonne préparation et une bonne exécution techniques des interventions, mais peut-être plus encore à la volonté accrue des autorités américaines d'y participer. En effet, à la différence des périodes précédentes, les autorités américaines se sont montrées très soucieuses d'éviter un glissement supplémentaire du cours du dollar et leur part dans les interventions a été plus importante que d'habitude. L'expérience positive du passé récent ne devrait cependant pas conduire à

trop d'optimisme. On ne sait dans quelle mesure l'évolution observée reflète un changement permanent d'attitude. Les facteurs fondamentaux n'ont pas changé. La publication des résultats de la balance commerciale américaine, vendredi prochain 15 janvier, sera un élément très important dans le développement du cours du dollar dans les semaines à venir. Il importe que l'ajustement externe en termes réels (qui se poursuit) se traduise par un ajustement du déficit courant nominal, car c'est ce dernier qui joue un rôle dans les anticipations de change et qui doit être financé.

A cet égard, les Suppléants ne sont pas trop optimistes. Il se peut que l'amélioration de la balance commerciale américaine continue à être masquée par l'importance des "J-curve effects" qui se succèdent.

Par ailleurs, ainsi qu'il ressort des tableaux sur les interventions, le financement du déficit américain est assuré essentiellement par des transactions officielles, c'est-à-dire par des interventions effectuées dans une grande mesure par les partenaires des Etats-Unis. En 1987, ces interventions ont atteint un volume de 120 milliards de dollars, volume qui crée des problèmes liés tant à la détention des réserves officielles par les banques centrales (risque de change) qu'au contrôle monétaire interne. Toutefois, il ne semble pas y avoir d'alternative à la poursuite de l'approche actuelle jusqu'à ce que les marchés aient regagné confiance dans la devise américaine. Aujourd'hui, dans un régime de flottement, les risques de change sont constants mais quand on a des réserves énormes dans une monnaie comme le dollar, ces problèmes prennent évidemment une importance plus grande.

Le Système monétaire européen a fait preuve d'une résistance remarquable au choc extérieur qui s'est produit en décembre. Les Suppléants partagent le sentiment exprimé par les experts, à savoir que cette résistance peut être attribuée pour une bonne partie aux politiques monétaires poursuivies au sein du mécanisme, qui assurent une structure appropriée de différentiels de taux d'intérêt entre les monnaies du SME. La concertation entre les autorités du SME a été satisfaisante.

Les Suppléants sont relativement optimistes quant aux perspectives pour la stabilité des cours de change dans le SME; tout dépend cependant de la poursuite de la bonne coopération entre les autorités concernées, non seulement dans le domaine monétaire mais aussi sur les autres terrains, notamment en matière de politiques budgétaires, qui contribuent aux anticipations de change. Il importe de même que les autorités s'abstiennent de toute déclaration publique de nature à jeter le doute sur la cohésion future du Système.

Deux observations méritent une mention particulière.

Le représentant de la Banque de France se félicite de l'esprit de coopération qui règne dans le Système, et en particulier avec la Bundesbank, et ne voudrait pas qu'une conclusion différente soit tirée de déclarations faites en France par les autorités politiques, dans un contexte particulier.

Les Suppléants ont brièvement évoqué la politique d'intervention suivie en décembre par la Bank of England. S'il est vrai que le volume des interventions en dollars pose objectivement le problème de la diversification des réserves, les Suppléants sont tombés d'accord sur la nécessité de préserver la coopération entre banques centrales en matière de choix des monnaies d'intervention, et d'observer la plus grande discrétion dans cette matière.

C. Discussion du Comité

M. Leigh-Pemberton présente quelques explications supplémentaires sur l'attitude de la Bank of England en matière d'interventions durant le mois de décembre 1987. Il avait déjà été dit, à la séance du Comité en décembre, que les autorités britanniques - le Trésor est propriétaire des réserves de change et la banque centrale n'est que l'Agent dans ce domaine - étaient quelque peu préoccupées devant l'augmentation considérable des interventions en dollars (environ \$EU 25 milliards au cours de l'année 1987). Ce fort accroissement des avoirs en dollars et ses effets monétaires internes suscitaient certaines critiques, et la question de savoir si des interventions dans des monnaies autres que le dollar seraient plus efficaces était posée. Juste avant la séance du Comité du 8 décembre, la Bank of England a effectivement acheté des monnaies autres que le dollar et que le deutsche mark. Après cette séance de décembre, la Bank of England a dû, malgré toutes les conséquences possibles, intervenir en deutsche marks et en a informé la Deutsche Bundesbank. Sur un total d'achats nets de plus de \$EU 5 milliards en décembre, le dollar a représenté près de 3,5 milliards, le deutsche mark 830 millions, le franc français 660 millions et le Ecus privés 130 millions.

La Bank of England a regretté d'avoir dû procéder à ces achats de deutsche marks et elle espère que les Gouverneurs des banques centrales de la CEE ont compris les circonstances particulières. Il est à noter que la moitié des deutsche marks acquis a déjà été revendue au Ministère de la Défense pour couvrir les dépenses des troupes britanniques en Allemagne.

En ce qui concerne l'avenir, si la Bank of England est appelée à intervenir dans le cadre de la politique concertée convenue par le G7, elle le fera en achetant des dollars. Si la livre sterling devait subir des pressions à la hausse, mettant en cause sa relation à l'égard du deutsche mark, des interventions importantes en dollars seraient faites mais il n'est pas à exclure que la Bank of England soit conduite à intervenir aussi en d'autres monnaies. Si tel était le cas, les partenaires seraient consultés, conformément aux accords en vigueur, et il est espéré que les interventions en diverses monnaies seraient faites dans des proportions satisfaisantes à la fois pour les nécessités du SME et pour l'action concertée à l'égard du dollar définie par le G7.

Pour l'instant, l'accord de l'OPEP et ses effets dépressifs sur les prix du pétrole ont sensiblement atténué les pressions sur la livre; de ce fait, sans que le problème soit réglé, il est beaucoup moins aigu qu'en décembre.

M. Schlesinger remercie M. Leigh-Pemberton pour ses explications, et M. Dalgaard pour le rapport qu'il a présenté. La Deutsche Bundesbank a parfaitement compris, dès le début, que la Bank of England était dans une position délicate comme Agent du Trésor britannique et qu'elle était consciente que son action n'était pas conforme aux accords conclus.

En ce qui concerne l'avenir, la Bundesbank a bien marqué, dans le cadre de la déclaration du G7, qu'il faut maintenir pour les interventions une cohérence par rapport à l'objectif d'ensemble. Ainsi, il faut s'abstenir d'effectuer des interventions qui ont pour effet d'apprécier davantage une monnaie déjà forte et qui ont pour but d'éviter l'appréciation de sa propre monnaie. C'est là un principe que tous les Gouverneurs peuvent accepter et confirmer sans difficultés. Si cela n'était pas le cas, la Bundesbank ne pourrait pas suivre les accords pris dans le cadre du G7. Bien sûr, comme dans les autres pays, c'est le Ministre des Finances qui, en Allemagne, a mené les négociations et il a assuré la banque centrale qu'il avait reçu suffisamment d'apaisement qu'il n'y aura plus à l'avenir d'infraction à la lettre et à l'esprit des accords, en particulier ceux conclus entre les banques centrales. La déclaration de M. Leigh-Pemberton est allée dans le même sens. Il va de soi que la Bundesbank accepte des interventions dans sa monnaie lorsque la situation le permet mais, en décembre, c'était contre-indiqué.

Il est à noter que, à l'heure actuelle, la Bundesbank supporte une double charge en matière d'intervention. En Europe, elle est en tête pour ce qui est des interventions en dollars et de l'action de soutien du

dollar et ses engagements sont allés au-delà des textes signés pour ce qui est de la cohésion du SME, notamment en novembre. Ainsi, au cours des trois derniers mois, les réserves de la Bundesbank se sont accrues d'environ DM 25 milliards dont une moitié en dollars et l'autre moitié résultant de transactions dans le cadre du SME.

M. de Larosière remercie M. Leigh-Pemberton pour les explications très claires et très attentives qu'il a données et pour la manière dont il a tenu compte, dans des circonstances difficiles, des problèmes qui pouvaient se poser à des partenaires dans le SME. Il souhaite que cela ne soit qu'un mauvais souvenir et que, comme l'a espéré M. Schlesinger, les Gouverneurs n'aient plus à révoquer cette question; il serait en effet très dommageable pour la cohésion du SME que de telles interventions sur des monnaies fortes se reproduisent.

Le Président indique que les Gouverneurs devraient prendre acte des explications fort claires fournies par M. Leigh-Pemberton, le remercier des assurances qu'il a données et constater, comme le disaient MM. de Larosière et Schlesinger, que l'on peut espérer que cette affaire appartient au passé et pas à l'avenir.

M. Leigh-Pemberton remercie les Gouverneurs pour la compréhension dont ils ont fait preuve.

III. Adoption par le Comité du rapport destiné aux Ministres des Finances des pays de la CEE concernant l'évolution sur les marchés des changes des dix-neuf pays participant à la concertation au cours du mois de décembre 1987 et des premiers jours de 1988

Le Président constate que le Comité approuve le "Rapport concertation", rapport qui sera transmis, comme d'habitude, aux Ministres des Finances des pays de la CEE.

IV. Echange de vues sur les propositions de la Commission concernant la libération complète des mouvements de capitaux

Le Président rappelle que les membres du Comité ont reçu un rapport, en date du 6 janvier 1988, de M. Dalgaard, Président du groupe d'experts qui a examiné les propositions de la Commission et il invite M. Dalgaard à présenter son rapport.

A. Exposé de M. Dalgaard

Le rapport intérimaire qui est présenté sous la responsabilité du Président du groupe se fonde sur les deux réunions que les experts ont tenues en novembre et décembre 1987. Le rapport est centré sur les problèmes que pose la libération des mouvements de capitaux, sur la manière de mettre en oeuvre celle-ci et sur son rythme d'application. Les effets attendus de la libération sont liés au potentiel plus large qui existera dorénavant pour les mouvements de capitaux privés, potentiel qui ne sera pas nécessairement exploité car il y a des possibilités de décourager les flux de capitaux, par exemple par des variations de taux d'intérêt. L'ampleur de ce potentiel dépendra aussi largement du degré de restrictions existant précédemment dans les pays concernés.

Deux effets de la libération peuvent être distingués, à savoir un réaménagement des portefeuilles et un accroissement du potentiel pour des mouvements de capitaux à court terme. Il est difficile de chiffrer ou de prévoir ces effets; on peut dire que, là encore, le degré de restriction en vigueur sera déterminant sur l'ampleur de ces effets, mais que la mobilité et l'importance des mouvements de capitaux sont déjà grandes dans la plupart des pays, par suite notamment du développement des marchés, des innovations techniques et du savoir-faire croissant des opérateurs. Les mouvements de capitaux sont aussi influencés par les règles en matière de contrôle bancaire et de fiscalité; toutefois, ces sujets sont examinés dans d'autres cercles et le groupe ne les a pas étudiés.

Il semble donc que la libération entraînera plus de variabilité des mouvements de capitaux, ce qui pourrait compliquer la gestion du SME. Toutefois, il ne s'agirait pas d'une différence fondamentale et les techniques utilisées actuellement pourront continuer à servir. On a fait valoir aussi qu'il y avait un risque d'instabilité des taux de change s'il n'y a pas une coopération plus étroite des politiques monétaires et une politique commune à l'égard du dollar.

La question se pose de savoir si la libération des mouvements de capitaux exige une participation complète au mécanisme de change du SME de tous les pays sur un pied d'égalité. La participation du Royaume-Uni a été considérée comme hautement souhaitable et serait particulièrement décisive pour l'Irlande, tandis que les autres pays peuvent être devant le choix de priorité entre la libération ou la participation au mécanisme de change. Le double marché des changes belgo-luxembourgeois devrait être considéré

comme une imperfection vis-à-vis du SME plutôt que comme une restriction: il pourrait être maintenu pendant un certain temps encore.

Les experts estiment, dans l'ensemble, que la libération ne devrait pas entraîner une adaptation des mécanismes d'intervention et de financement du SME, et ils n'ont pas étudié en détail les propositions concernant les mécanismes de crédit à moyen terme. Certains experts ont cependant noté que la disponibilité de crédits suffisants pourrait encourager la libération.

Les mouvements de capitaux créant des problèmes pour la gestion des politiques monétaires internes, ces problèmes s'accroîtront dans la mesure où la libération entraînera des mouvements de capitaux plus importants et plus variables; de plus, il pourrait en résulter une plus grande variabilité des taux d'intérêt dont les conséquences sur l'économie suscitent des opinions différentes.

La plus grande variabilité des mouvements de capitaux accroîtra la nécessité d'une coordination plus étroite des politiques monétaires. La coordination ne peut avoir pour objectif de résoudre des problèmes résultant de différences dans les éléments fondamentaux ou de fixer une moyenne en matière de taux d'inflation, mais elle devrait être très utile notamment en cas de chocs monétaires exogènes. Des déviations par rapport à l'orientation retenue pour la politique monétaire pourraient être acceptées à condition qu'elles soient temporaires et réversibles. Certains experts craignent le risque d'une coordination asymétrique entraînant un biais déflationniste dans le système et plaident pour plus de symétrie; ils proposent d'établir un cadre général pour la coordination, reposant notamment sur un cadre conceptuel commun d'analyse.

L'évolution monétaire devrait être surveillée de près. Les procédures sont déjà en place avec le "Groupe Raymond" et ses rapports semestriels, et la surveillance lors des réunions mensuelles où plus d'attention pourrait être portée aux variables monétaires. Des doutes ont été exprimés sur la nécessité d'une clause de sauvegarde spécifique et en tout état de cause le recours à une telle clause devrait rester exceptionnel. En ce qui concerne la réglementation de la position extérieure nette des banques, il a été estimé que l'obligation de notification à la Commission pourrait être en conflit avec les compétences nationales. La libération des transactions sous-jacentes proposée par la Commission ne devrait pas empêcher que la vente de certains instruments monétaires soit réservée aux banques résidentes dans les pays intéressés. Enfin, la mise en oeuvre concertée d'instruments de régulation monétaire

pour faire face à des chocs monétaires exogènes n'a pas reçu un accueil très favorable parmi les experts.

En conclusion, le groupe estime que la libération des mouvements de capitaux accroîtra la variabilité de ces mouvements et devrait donc soulever toutes les questions liées aux flux de capitaux, en particulier celles de la gestion du SME et de la conduite des politiques monétaires. Certaines de ces questions, comme la coordination des politiques monétaires nationales et la politique commune à l'égard du dollar, ont un caractère politique. Le groupe d'experts apprécierait toute orientation supplémentaire pour la poursuite de ses travaux et la mise au point du rapport définitif, en particulier sur ces questions de nature politique.

B. Exposé de M. Janson

Les Suppléants estiment que le rapport présenté par M. Dalgaard constitue une bonne base pour la présentation d'un rapport intérimaire du Président du Comité des Gouverneurs au prochain ECOFIN en février; sous réserve de quelques compléments d'investigation demandés au groupe d'experts, ce rapport servira utilement à l'élaboration de l'avis circonstancié du Comité. Les Suppléants confirment que cet avis doit se concentrer sur les implications des propositions de la Commission pour le fonctionnement du SME et la conduite et coordination des politiques monétaires. D'autres aspects, dont l'importance est évidente, tels que la fiscalité et les règles prudentielles, ne sont pas traités dans le rapport; il convient en effet d'éviter des doubles emplois avec les travaux en cours dans d'autres comités, en particulier le Comité monétaire.

L'analyse du rapport de M. Dalgaard est en général partagée. La liberté complète des mouvements de capitaux est acceptée comme un objectif en soi et comme un élément indispensable à l'achèvement du marché intérieur au sein de la Communauté. Certains Suppléants ont aussi rappelé les expériences positives de leur pays à la suite de la suppression totale ou partielle des restrictions. Toutefois, d'autres Suppléants observent que, pour les pays les moins avancés en matière de libération, celle-ci risquerait de provoquer des déplacements d'épargne importants et persistants, à défaut d'une meilleure cohésion économique et sociale dans la Communauté.

D'autre part, il a été souligné que la libération des mouvements de capitaux ne doit pas avoir pour effet d'entraîner une variabilité plus grande des taux de change et, de ce fait, un affaiblissement du SME à la

suite de réalignements plus fréquents qui ne seraient pas justifiés par des situations économiques fondamentales. Mais aussi longtemps que la convergence économique ne sera pas achevée, des réalignements resteront inévitables et les politiques monétaires devront conserver un degré d'autonomie suffisant.

Les Suppléants rappellent que la participation de toutes les monnaies communautaires au mécanisme de change du SME sur un pied d'égalité reste un objectif hautement souhaitable. Dans l'optique plus spécifique de la libération, la non-participation soulève les deux questions suivantes. La première concerne les difficultés particulières que la non-participation de certains peut causer à d'autre pays. Ici est mentionné l'exemple des problèmes que pose la non-participation de la livre sterling pour l'Irlande. La seconde question concerne le "trade off" ou choix de priorité éventuel, pour des pays non participants, entre la libération des mouvements de capitaux et l'adhésion au mécanisme de change du SME. Certains Suppléants expriment déjà leur préférence pour un choix de stabilité des cours de change, c'est-à-dire une adhésion au mécanisme de change.

Les Suppléants ne portent pas un jugement unanime sur la question de savoir si les mécanismes et procédures du Système monétaire européen, dûment renforcés par les décisions de Bâle/Nyborg, suffiront à rencontrer les exigences fortes d'une pleine libération des mouvements de capitaux. Deux domaines ont particulièrement retenu l'attention à cet égard.

Le premier est celui des mécanismes de financement disponibles pour résister à d'éventuelles attaques de caractère spéculatif contre une monnaie, lorsque ces attaques ne trouvent pas leur origine dans une divergence des facteurs économiques fondamentaux. Certains estiment que les mécanismes de défense du Système doivent être renforcés, au niveau des facultés d'emprunt, si l'on veut faire disparaître les mécanismes de défense nationaux qui résultent des restrictions de change résiduelles et, dans un cas, des marges de fluctuation plus larges.

D'autres Suppléants font observer que d'amples possibilités de financement existent déjà pour faire face à des crises passagères. Si les interventions se prolongent, il est vraisemblable qu'une correction plus fondamentale s'impose et mieux vaut l'entreprendre en temps utile que de recourir à des interventions prolongées.

L'autre domaine dans lequel d'importantes divergences de vues subsistent est celui de la coordination des politiques monétaires. Certains Suppléants sont d'avis que les procédures appliquées aujourd'hui

ne correspondent pas aux exigences d'un espace dans lequel les mouvements de capitaux auraient été pleinement libérés. Selon eux, il conviendrait de développer un nouveau cadre d'analyse communautaire de la politique monétaire, comportant plus de symétrie et une meilleure répartition des charges entre banques centrales, voire ultérieurement la fixation d'objectifs intermédiaires au niveau communautaire. Il faudrait imaginer à cette fin des procédures allant au-delà du dispositif que le Comité des Gouverneurs a mis en place jusqu'à présent.

Toujours dans ce second domaine, d'autres Suppléants penchent pour une approche plus pragmatique, fondée sur un développement optimal des procédures de surveillance récemment mises en oeuvre. Ils font observer que, dès à présent, les mouvements de capitaux imposent une étroite collaboration dans la conduite de la politique monétaire. Ils estiment que la libération des mouvements de capitaux ne modifie pas fondamentalement la nature des problèmes à rencontrer. Selon le cas, la solution appropriée réside dans une correction fondamentale, dans un ajustement du différentiel d'intérêt, dans un financement temporaire ou dans un réalignement des cours de change; aucun changement de caractère institutionnel ne s'impose pour apporter aux problèmes rencontrés la solution concertée qu'ils requièrent.

Enfin, pour la poursuite des travaux du groupe d'experts présidé par M. Dalgaard, diverses autres indications ont été données. Le rapport final du groupe devrait apporter plus de clarté sur la détermination des mesures et discriminations qui, tout en restreignant dans certains cas la liberté des mouvements de capitaux, resteraient néanmoins autorisées pour les besoins de la surveillance prudentielle et de la conduite de la politique monétaire. Le groupe pourrait aussi approfondir l'examen des restrictions résiduelles aux mouvements de capitaux qui s'appliquent aux "transactions sous-jacentes" et qui ne relèvent donc pas de la réglementation des changes.

L'avis définitif du Comité pourrait être envisagé pour la réunion informelle des Ministres des Finances et des Gouverneurs à Lubeck, les 14 et 15 mai 1988, ce qui signifierait une préparation déjà très avancée à la séance du Comité d'avril.

C. Discussion du Comité

M. Ciampi remercie M. Dalgaard pour son rapport intérimaire extrêmement clair et utile pour la compréhension de l'orientation des

travaux des experts et des résultats qu'ils obtiennent; il présente les remarques ci-après.

Il serait indiqué de mettre davantage l'accent sur certains aspects importants et sur leur interdépendance. Le rapport est plus centré sur l'incidence de la libération sur les divers pays ou groupes de pays que sur ses implications pour le SME dans son ensemble.

A ce stade initial, mais crucial, de la discussion, il importe de parler avec une grande franchise sur cette question et d'exprimer de sérieuses préoccupations au sujet des implications systémiques que comporte le passage à la libération complète des mouvements de capitaux à court terme si les protections et adaptations requises ne sont pas mises en place. Certaines de ces préoccupations ont été exprimées dans l'exposé très clair présenté par M. Janson.

Il semble ressortir du rapport de M. Dalgaard qu'on pourrait faire face aisément à la mobilité accrue des capitaux découlant de la libération complète de l'ensemble des mouvements de capitaux grâce à une utilisation pleine et entière des instruments et procédures existants: il s'agirait alors non pas d'un changement de nature mais de degré. Le recours plus souple aux taux d'intérêt et, éventuellement, des réalignements plus fréquents sont présentés comme les ingrédients de la gestion du Système dans le nouvel environnement.

En tout état de cause, l'accroissement potentiel des flux de capitaux comporte des implications importantes pour l'autonomie des politiques monétaires et la stabilité des taux de change au sein du SME. La reconnaissance de l'importance de la souplesse des taux d'intérêt pour la gestion du Système n'empêche pas de percevoir le danger d'une variabilité excessive, qui imposerait des coûts d'ajustement élevés à l'économie réelle et pourrait se révéler insuffisante pour faire face aux attaques spéculatives.

En ce qui concerne la stabilité des taux de change dans le mécanisme de change européen, le rapport donne à entendre, à un certain endroit, qu'il ne faudrait pas résister à tout prix aux pressions intenses. Or, la stabilité des taux de change est l'objet même du mécanisme de change européen, comme cela a été clairement réaffirmé dans le Rapport des Gouverneurs au Conseil ECOFIN de Nyborg, où il est dit que les réalignements devraient, à l'avenir, être de faible ampleur et peu fréquents. Les événements de 1987 montrent clairement que les progrès accomplis dans le domaine de la libération des mouvements de capitaux s'accompagnent de plus grandes possibilités d'attaques spéculatives,

injustifiées sur la base des données fondamentales de l'économie. Dans ce cas, il faut s'opposer résolument aux pressions du marché en faveur d'un réalignement. Des considérations précédentes, on peut tirer la conclusion que la dimension systémique de l'incidence de la libération serait importante, spécialement dans la perspective de la libération intégrale des mouvements monétaires: l'essence même du SME, c'est-à-dire la stabilité des taux de change, pourrait en être sérieusement affectée.

La réaction ferme et, parfois, coordonnée des autorités aux pressions du marché a été couronnée de succès lors des événements récents. Cependant, pour lutter contre les tensions survenant dans un environnement où tous les flux de capitaux sont entièrement libérés, les banques centrales devraient être prêtes à coordonner ex ante leurs politiques monétaires internes, en définissant une orientation à moyen terme en vue de fournir, pour citer M. Dalgaard, "un point d'ancrage à plus long terme pour la flexibilité à court terme des politiques monétaires". C'est l'une des questions qui devrait être examinée en détail par les experts. Une coopération accrue semble le seul outil de gestion du Système dans le cadre du nouvel environnement. Une coordination insuffisante non seulement agit négativement sur l'aptitude à résister aux tensions mais peut en outre se révéler être une source d'instabilité en elle-même. L'argument en faveur du renforcement de la coordination est même plus convaincant si l'on tient compte de la nécessité d'une politique commune à l'égard des monnaies des pays tiers.

S'agissant des procédures à suivre pour discuter de la compatibilité des politiques monétaires, le rapport tend à donner l'impression qu'elles sont totalement adéquates. Ce point de vue est discutable car, actuellement, les consultations consistent essentiellement en des échanges d'informations sur les décisions et pratiques en matière de politique nationale. Le travail des instances actuelles devrait être orienté vers l'établissement d'un cadre conceptuel commun susceptible de permettre de débattre effectivement ex ante de la compatibilité des politiques monétaires internes.

En ce qui concerne la manière dont les détails particuliers de la proposition de la Commission sont traités dans le rapport de M. Dalgaard, il convient de souligner la nécessité de prévoir, dans la directive proposée, une clause de sauvegarde nouvelle et plus flexible venant se substituer à celle des articles 63 et 108-109 du Traité de Rome. Cette mesure s'impose non seulement pour les considérations juridiques mentionnées par la Commission, et qui sont justifiées, mais aussi afin de

fournir aux autorités monétaires un instrument efficace pour faire face à des perturbations inopinées.

Enfin, à propos de la référence aux mécanismes de fonctionnement du SME, M. Dalgaard a soulevé les vraies questions mais a, d'une certaine façon, tenu pour acquis que les "imperfections actuelles du mécanisme de change" sont susceptibles de persister pendant une période indéterminée. S'il semble difficilement acceptable de considérer la non-participation au mécanisme de change comme une imperfection au même titre que le système à double taux de change ou les marges élargies, l'élimination de ces imperfections est aussi importante pour le SME que la suppression des restrictions sur les mouvements de capitaux. C'est un autre point auquel le "Groupe Dalgaard" pourrait consacrer plus d'attention dans ses travaux futurs.

M. Rubio indique que le rapport de M. Dalgaard est excellent et montre les questions fondamentales qui sont contenues dans les propositions de libération complète des mouvements de capitaux. Pour l'Espagne, cette libération exigerait trois types d'ajustement dans les années à venir: l'ajustement réel à la libéralisation du commerce dans la Communauté, l'ajustement nécessaire pour entrer dans le mécanisme de change du SME et celui lié à la libération des mouvements de capitaux. Un tel programme est très ambitieux; il ne peut être réalisé que si une souplesse suffisante existe dans la mise en oeuvre et, s'il y a une priorité à donner, elle sera accordée à l'entrée dans le mécanisme de change.

En ce qui concerne la coordination, certains des aspects mentionnés par M. Ciampi méritent d'être soulignés. Il est clair qu'une coordination efficace des politiques économiques et monétaires est une condition nécessaire pour pouvoir libérer en toute sécurité les mouvements de capitaux à court terme. On peut se féliciter des succès récents de la bonne coopération en matière de taux d'intérêt et d'intervention mais la coordination doit aller au-delà et doit couvrir par exemple la situation des balances des paiements et leurs déséquilibres. La coordination des politiques monétaires ne doit pas se limiter à la convergence des taux d'inflation.

M. Chalikias félicite M. Dalgaard et le groupe d'experts pour l'excellent travail qu'ils ont fait. La libération des mouvements de capitaux est sans aucun doute un objectif hautement souhaitable et les inquiétudes qu'elle suscite ne mettent pas en cause l'objectif mais les effets de la libération. Il s'agit de maîtriser les problèmes qui apparaîtront pendant la période de transition lorsque les restrictions

seront graduellement levées. La libération complète aura des incidences sur le fonctionnement du SME et sur la conduite des politiques monétaires qui ont été clairement exposées par M. Ciampi, Dans des pays comme la Grèce, qui ont des problèmes structurels et des marchés financiers peu développés, on devrait pouvoir disposer de suffisamment de souplesse pour libérer les mouvements de capitaux. Cette libération ne doit pas miner les efforts d'ajustement de l'économie et les progrès réalisés dans la déréglementation du système financier. la Grèce tient à se rapprocher des moyennes communautaires, à éviter les déséquilibres budgétaires et à créer des marchés de capitaux viables, toutes conditions préalables à l'abolition ultime des restrictions de change et à une participation au mécanisme de change du SME. Si on accélérât le rythme de la libération sans réaliser des progrès dans ces domaines, on solliciterait excessivement la politique monétaire et on pourrait intensifier les réaménagements de portefeuilles au point de créer des perturbations économiques graves. Les experts devraient examiner davantage ces problèmes.

M. Moreira souligne la qualité du rapport de M. Dalgaard et des Suppléants. Au Portugal, on suit avec beaucoup de sympathie les efforts développés pour la libération des mouvements de capitaux et un arrangement existe déjà avec les autorités de la CEE pour libérer d'ici 1992 les mouvements de capitaux autres que monétaires. Une période supplémentaire sera nécessaire pour libérer les mouvements de capitaux monétaires. Tout ce qui était possible a déjà été fait pour développer et libéraliser le marché des changes de l'escudo et le marché monétaire. Toutefois, le système financier portugais n'est pas encore assez développé et les déséquilibres financiers sont encore trop importants pour permettre de participer à la libération des mouvements de capitaux au rythme prévu initialement. En ce qui concerne l'adhésion au SME, il apparaît que, au-delà des conditions internes à l'économie portugaise, il existe des conditions externes comme la suppression des imperfections actuelles du système.

M. Doyle remercie M. Dalgaard pour son rapport très utile et éclairant, qui présente, dans l'ensemble, une vue assez optimiste des développements probables. La non-participation de la livre sterling au mécanisme de change ne pose pas des problèmes qu'à l'Irlande, comme semble l'indiquer le rapport, mais affecte l'ensemble du SME et soulève plus généralement la question des conditions égalisées de concurrence ou des règles du jeu à observer par tous les pays de la CEE.

Trois catégories de difficultés apparaissent pour la livre irlandaise, difficultés qui sont étroitement liées et qui vont dans la même direction. En premier lieu, dans un pays qui a eu pendant longtemps des restrictions de change, une sorte de frustration à l'égard des portefeuilles s'est accumulée et la libération devrait entraîner non seulement un premier effet très sensible mais des effets prolongés. Pour faire face à ces réaménagements de portefeuilles ou à d'autres mouvements de capitaux, la seule variable utilisable est le taux d'intérêt (le taux de change devant être préservé). Or, pour un petit pays à monnaie relativement faible, la variation des taux d'intérêt d'une part se fera toujours dans la même direction, d'autre part devra être relativement plus grande et plus durable, ce qui entraîne des coûts pour l'économie réelle. L'expérience a en effet montré que, pour obtenir des résultats en Irlande, il faut des changements importants de taux d'intérêt, 3, 4 ou 5 points, pendant de longs mois et alors que le niveau des taux est déjà nettement supérieur à celui des partenaires. A cet égard, on ne peut qu'admirer la Banque de France qui a pu renverser rapidement la hausse des taux d'intérêt qui avait été nécessaire en novembre, mais cela ne semble possible que dans les grandes économies.

Enfin, si des spéculations se développent sur la livre irlandaise, elles sont à sens unique, c'est-à-dire dans le sens de l'affaiblissement et, par conséquent, l'action sur les taux d'intérêt est elle aussi toujours dans la même direction.

M. Doyle souligne la nécessité d'avoir une série de règles communes applicables à tous les pays de la CEE et de disposer d'un mécanisme de sauvegarde adéquat et rapide.

M. Schlesinger remercie M. Dalgaard, le groupe d'experts et les Suppléants pour le travail qu'ils ont accompli. Il est certain que l'évolution des différents pays, notamment ceux où les marchés des capitaux sont encore peu développés, pose des difficultés et problèmes particuliers que l'on ne peut ignorer. Toutefois, d'une part, l'objectif de libération des mouvements de capitaux est conforme à l'esprit d'un marché intérieur auquel tous les pays ont souscrit, d'autre part, les craintes ou dangers ne doivent pas être exagérés. Ainsi, la Deutsche Bundesbank n'est pas convaincue que la libération des mouvements de capitaux entraînera une plus grande variabilité des taux d'intérêt et une relative instabilité des taux de change; son expérience est que, dans une situation de libération complète, il faut prendre très au sérieux les signaux émanant du marché, mais il n'est pas sûr qu'il faille agir davantage par des mesures diverses.

L'évolution des éléments fondamentaux est évidemment cruciale et, à cet égard, l'expérience de 1987 a été extrêmement positive et a montré que ces éléments peuvent s'améliorer et donner une meilleure assise à la stabilité monétaire interne et externe. La libération des mouvements de capitaux devrait permettre de progresser vers cet objectif. Il est clair, cependant, que la confiance dans les différentes monnaies ne dépend pas uniquement des politiques monétaires et de leur coordination; elle dépend beaucoup plus des politiques économiques et budgétaires des pays concernés. L'exemple des Etats-Unis, où le déficit budgétaire influe lourdement sur la stabilité du dollar, est très significatif à cet égard. La stabilité et la solidité des finances publiques sont absolument essentielles pour tous, y compris la République fédérale d'Allemagne.

M. de Larosière indique que la libération des mouvements de capitaux est éminemment souhaitable et devrait être réalisée dans un horizon temporel le plus rapide possible. La libération doit être comprise comme un moyen d'améliorer la compétitivité des économies européennes. Les restrictions abusives aux mouvements de capitaux sont souvent un moyen de perpétuer des politiques économiques inadéquates ou de s'abriter derrière des barrières artificielles. Certains pays ont des problèmes structurels et la libération risque d'entraîner chez eux des changements importants, mais il convient de ne pas s'abriter derrière ces risques pour récuser l'évolution rapide vers la libération. Il est clair, toutefois, que celle-ci doit s'appuyer sur une concertation plus intense des objectifs de politique économique pour l'ensemble des pays participant au SME et sur une concertation plus étroite en matière de politique monétaire interne. Les vues de M. Ciampi sont tout à fait justes à ce sujet. On ne peut demander à tous les pays de la CEE d'aller très vite dans la libération des mouvements de capitaux si, en même temps, on n'a pas une vue plus partagée et plus équilibrée ex ante des grands objectifs de politique économique et monétaire de l'ensemble des participants au SME. De ce point de vue là, il reste beaucoup à faire pour améliorer entre les banques centrales les échanges d'informations et les suggestions réciproques non seulement sur les analyses monétaires pratiquées mais aussi sur les instruments utilisés et sur les politiques mises en oeuvre.

M. Ciampi tient à souligner que son intervention précédente ne visait pas à mettre en cause le processus vers la libération des mouvements de capitaux mais à mettre en lumière ses incidences importantes pour le SME et notamment le mécanisme de change. Dans leur étude, les experts

devraient prendre en considération les procédures, règles ou pratiques qui pourraient permettre d'obvier aux dangers découlant de la libération.

Le Président présente quelques remarques en tant que Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique sur la proposition de directive de libération complète des mouvements de capitaux. Cette proposition comporte un grave défaut de conception et de rédaction dans la mesure où, d'une part, elle s'empare d'un système - le double marché des changes - qui a été historiquement l'instrument d'une libération plus complète et plus rapide des mouvements de capitaux et qui est considéré par les citoyens belges et luxembourgeois comme une des garanties du maintien de la liberté dont ils jouissent, d'autre part, elle décrète qu'une telle particularité est illégale alors que subsistent, et que subsisteraient éventuellement pendant une longue période, d'autres imperfections ou restrictions beaucoup plus contraignantes que ce système. En outre, celui-ci constitue un des éléments importants de l'association monétaire entre le Luxembourg et la Belgique. Les gouvernements de ces deux pays doivent précisément se rencontrer pour déterminer un point de vue sur cette question.

M. Dalgaard remercie tous les intervenants pour leurs commentaires et suggestions que les experts essaieront de faire entrer autant que possible dans leur travail à venir.

Le Président conclut la discussion en indiquant qu'à l'exemple de plusieurs de ses prédécesseurs il fera un rapport intérimaire oral au Conseil ECOFIN de février dans lequel il s'efforcera de refléter du mieux possible les vues exprimées au sein du groupe d'experts, du Comité des Suppléants et du Comité des Gouverneurs.

V. Echange de vues sur le programme de travail du Comité pour l'année 1988

Le Président informe le Comité qu'une petite modification est à apporter au schéma du programme de travail du Comité pour 1988, à savoir que la préparation de la réunion du Comité intérimaire se ferait à la séance d'avril et pas à celle de mars; il constate que les Gouverneurs n'ont pas de remarques sur le programme de travail.

VI. Autres questions relevant de la compétence du Comité

Il n'y a pas d'autres questions.

VII. Date et lieu de la prochaine séance

La prochaine séance aura lieu à Bâle, le mardi 9 février 1988 à partir de 10 heures.

RAPPORT SUCCINCT
SUR L'EVOLUTION DES MARCHES DES CHANGES
DES PAYS DONT LES BANQUES CENTRALES PARTICIPENT A LA CONCERTATION

DECEMBRE 1987

Le présent rapport retrace l'évolution, durant le mois de décembre 1987 et les premiers jours de janvier 1988, du marché des changes et des interventions effectuées par les banques centrales participant à la concertation¹.

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

En décembre 1987, les marchés des changes ont été principalement caractérisés par les développements suivants:

- forte baisse du dollar EU, due principalement à l'annonce d'un déficit commercial des Etats-Unis plus élevé que prévu pour le mois d'octobre;
- hausse sensible du yen japonais envers toutes les grandes monnaies;
- stabilité au sein du SME.

Le dollar EU est demeuré soumis à de vives pressions à la baisse. Le pessimisme à l'égard de la monnaie américaine s'est accentué après la publication, au milieu du mois, d'un déficit commercial des Etats-Unis plus élevé que prévu pour le mois d'octobre. Des évolutions potentiellement favorables - réduction des taux d'intérêt officiels en Europe, annonce d'un

1 Banques centrales de la CEE, de Norvège, de Suède, de Finlande, de Suisse, d'Autriche, du Japon, du Canada et des Etats-Unis.

accord au sein du Congrès sur un train de mesures de compression du déficit budgétaire des Etats-Unis et informations faisant état de consultations entre les autorités du Groupe des Sept sur la coordination de leurs politiques - n'ont atténué que brièvement la pression à la baisse. Vers la fin du mois, à la suite de la publication de la déclaration du Groupe des Sept sur les politiques économiques et l'évolution des marchés financiers, beaucoup d'opérateurs ont eu l'impression qu'aucune mesure spécifique ou initiative nouvelle n'allait être prise par les autorités en vue de stabiliser les taux de change. Aussi le dollar a-t-il continué de se replier, pour tomber à de nouveaux records envers les principales monnaies, malgré une intensification progressive des interventions de plusieurs banques centrales y compris la Federal Reserve Bank. A la fin du mois, il accusait une baisse de 2% à 5% par rapport aux monnaies européennes et de 8,9% envers le yen japonais.

Au sein du SME, aucun signe de tension n'a été observé malgré la forte baisse du dollar. Les marchés ont réagi favorablement aux réductions des taux d'intérêt officiels annoncées par plusieurs banques centrales membres au début du mois. Les positions relatives des monnaies participantes se sont maintenues avec seulement des variations limitées.

Le deutsche mark a poursuivi son mouvement de hausse vis-à-vis de la plupart des grandes monnaies. Cependant, son indice pondéré envers les monnaies de quatorze pays industriels ne s'est pas modifié et, à l'égard des monnaies du SME, accuse en fait une légère baisse. Ce mouvement s'explique principalement par la dépréciation de 5%, 1,4% et 0,4% du deutsche mark respectivement par rapport au yen japonais, au franc suisse et au franc français. Le 4 décembre, la Bundesbank a ramené son taux d'escompte à 2,5% l'an, son niveau le plus faible jamais enregistré.

L'orientation favorable du franc français, observée depuis la mi-novembre s'est confirmée tout au long du mois avec la publication de statistiques favorables en matière de commerce extérieur et d'évolution des prix de détail. Ce mouvement, qui a permis en début de mois d'abaisser de nouveau d'un quart de point les taux directeurs de la Banque de France, s'est renforcé dans les derniers jours sous l'effet d'achats de francs relatifs aux règlements commerciaux et financiers de fin d'année.

Le florin néerlandais s'est maintenu au sommet de la bande du SME. Les taux d'intérêt à court terme ont légèrement fléchi au cours du mois. Les taux officiels de la Nederlandsche Bank ont été réduits de 0,25% le 4 décembre.

Au sein du SME, le franc belge s'est quelque peu affaibli en décembre, sous l'impact de craintes d'une longue vacance de pouvoir après

les dernières élections. En début de période, la Banque a réduit certains de ses taux directeurs, notamment les taux d'escompte et d'avances de 0,25%. La Banque a également procédé, principalement en fin de période, à quelques achats de dollars contre deutsche marks, dans le cadre de la politique concertée entre banques centrales, ainsi qu'à des ventes de deutsche marks contre francs belges.

La couronne danoise s'est légèrement raffermie, tout en demeurant dans la partie inférieure de la bande étroite du SME. La Danmarks Nationalbank a réduit de 0,5%, le 9 décembre, son taux d'intervention sur le marché monétaire, ramené ainsi à 9%.

La livre irlandaise s'est révélée assez stable au sein du SME. Des entrées modestes de capitaux ont amené la Central Bnk of Ireland à effectuer des achats nets de devises. Le 4 décembre, la Banque a abaissé de 0,50% le taux de ses avances à court terme, pour le ramener à 9,25%.

La lire italienne est demeurée stable pendant le mois, se situant près de la limite inférieure de la bande étroite. La Banca d'Italia est intervenue en achetant des dollars durant presque toute la période et en vendant des deutsche marks vers la fin du mois.

La livre sterling a été soumise à de fortes pressions à la hausse durant la première partie du mois, malgré une réduction de 0,5%, à 8,5%, des taux de base au Royaume-Uni, rapidement suivie par des réductions semblables dans les autres pays européens. La demande de sterling a nécessité de vigoureuses interventions, mais ce n'est qu'au milieu du mois, lorsque les prix pétroliers se sont inscrits en baisse au lendemain de la conférence de l'OPEP à Vienne, que la pression à la hausse s'est atténuée. Par la suite, la livre s'est négociée calmement, bénéficiant de l'affaiblissement du dollar tout en perdant un peu de terrain envers les monnaies européennes. Au cours de la période sous revue, l'indice de la livre, pondéré en fonction des échanges commerciaux, a fléchi de 0,8%, pour s'établir à 75,8 (1975 = 100).

Relativement stable au début du mois de décembre, la drachme grecque s'est raffermie à l'égard du dollar vers la fin du mois, suite au recul du dollar sur les marchés internationaux. Dans l'ensemble, la monnaie grecque s'est appréciée de 2,5% par rapport au dollar EU, tout en perdant 0,8% vis-à-vis de l'Ecu et 0,8% en termes effectifs.

La peseta espagnole s'est progressivement affaiblie en cours de mois envers les autres monnaies de la CEE, se dépréciant en clôture de 1,2% en termes nominaux effectifs. Le Banco de España a réduit, à deux reprises en septembre, de 0,5% dans chaque cas, son taux d'intervention de l'argent au jour le jour, d'où un rétrécissement des écarts de taux d'intérêt. Ces

mesures n'ont toutefois pu empêcher certaines entrées de capitaux qui ont amené les autorités à effectuer des achats nets en devises.

L'escudo portugais s'est apprécié de 2,5% vis-à-vis du dollar EU, tandis qu'il perdait 0,9% à l'égard de l'Ecu. En termes effectifs, le recul a été de 0,5% en novembre et 6% depuis le début de l'année, ce qui est conforme à la politique officielle en matière de change.

En fin de mois, le franc suisse a atteint un record absolu de 1,2740 vis-à-vis du dollar EU. L'appréciation enregistrée au mois de décembre a été d'environ 5%. En termes pondérés en fonction des échanges commerciaux, il a progressé de 3%. La Banque Nationale a abaissé ses taux d'intérêt de 0,5% le 4 décembre.

Le schilling autrichien s'est apprécié de 3,3% à l'égard du dollar EU en décembre, l'amplitude de la variation mensuelle ayant été de 5,0%. Vis-à-vis du deutsche mark, il n'a fluctué que de 0,1%. La Banque Nationale a réduit ses taux d'intérêt de 0,5% le 4 décembre.

La couronne suédoise s'est trouvée soumise à des pressions vers le milieu du mois, sous l'effet de remboursements saisonniers d'emprunts à court terme en monnaies étrangères effectués par des entreprises suédoises à des fins de présentation des bilans. L'indice a progressé de 132,1 à 132,4, et la Sveriges Riksbank a vendu des devises contre couronnes suédoises.

La couronne norvégienne s'est dépréciée de 0,6% en termes effectifs, s'établissant en fin de mois à 114,5, son niveau le plus faible autorisé dans la marge de fluctuation de son indice composite. La couronne a subi des pressions dans la seconde quinzaine; des interventions plus importantes ont été parfois nécessaires, en raison de la vive demande commerciale de devises liée à des ajustements de fin d'année et à la poursuite de sorties de capitaux à court terme de caractère spéculatif. Les taux du marché monétaire ont enregistré une progression de 1,5% à la fin de l'année par rapport au mois d'octobre, où ils se situaient à leurs niveaux les plus faibles de l'année.

En termes effectifs, le mark finlandais a continué à fluctuer dans une bande relativement étroite. Il s'est néanmoins affaibli en fin de mois, en raison notamment d'ajustements de bilan de fin d'année opérés par quelques grandes entreprises finlandaises.

Après avoir fluctué généralement autour du niveau de \$EU 0.7650 durant la plus grande partie de la période sous revue, le dollar canadien s'est renforcé au cours de la dernière partie du mois, pour clôturer l'année juste en dessous du niveau de \$EU 0.7700. Cette évolution s'est produite dans le cadre de l'affaiblissement du dollar EU par rapport aux monnaies

des principaux pays étrangers. Le dollar canadien a bénéficié d'entrées de capitaux à long terme et des écarts favorables entre les taux comparables des marchés monétaires américain et canadien.

Le yen japonais s'est vivement apprécié par rapport aux grandes monnaies, se renforçant de 8,9% envers le dollar EU et de 5,3% à l'égard de l'Ecu. Il a atteint son niveau le plus élevé depuis la fin de la guerre (sur la base des cours de clôture à Tokyo), avec Y 122,00 pour un dollar EU, le 31 décembre. Le sentiment défavorable à l'égard du dollar EU, conjugué à l'opinion pessimiste quant à l'évolution de la balance commerciale des Etats-Unis, expliquent la faiblesse de l'activité de placement en actifs libellés en dollars EU de la part les investisseurs institutionnels japonais. La Banque du Japon et la Federal Reserve Bank n'ont cessé d'intervenir tout au long du mois pour enrayer la vive hausse du yen.

II. INTERVENTIONS

A. Interventions en dollars EU

Les banques centrales ont effectué des achats substantiels de dollars EU en décembre. Les achats nets se sont élevés à \$EU 13,3 milliards, contre \$EU 7,4 milliards en novembre. Presque toutes les banques centrales ont été des acheteurs nets de dollars. Les principaux acheteurs ont été la Bank of England et la Banque du Japon et, à un degré moindre, la Federal Reserve Bank, la Deutsche Bundesbank, la Banque de France et le Banco de España.

B. Interventions en monnaies communautaires

Les interventions en monnaies du SME par les banques centrales de la Communauté ont atteint la contre-valeur de \$EU 3,4 milliards, contre \$EU 3,2 milliards en novembre. Ces interventions comprennent des ventes de deutsche marks à l'intérieur des marges effectuées par plusieurs banques centrales et des achats de deutsche marks et de francs français de la part de la Bank of England.

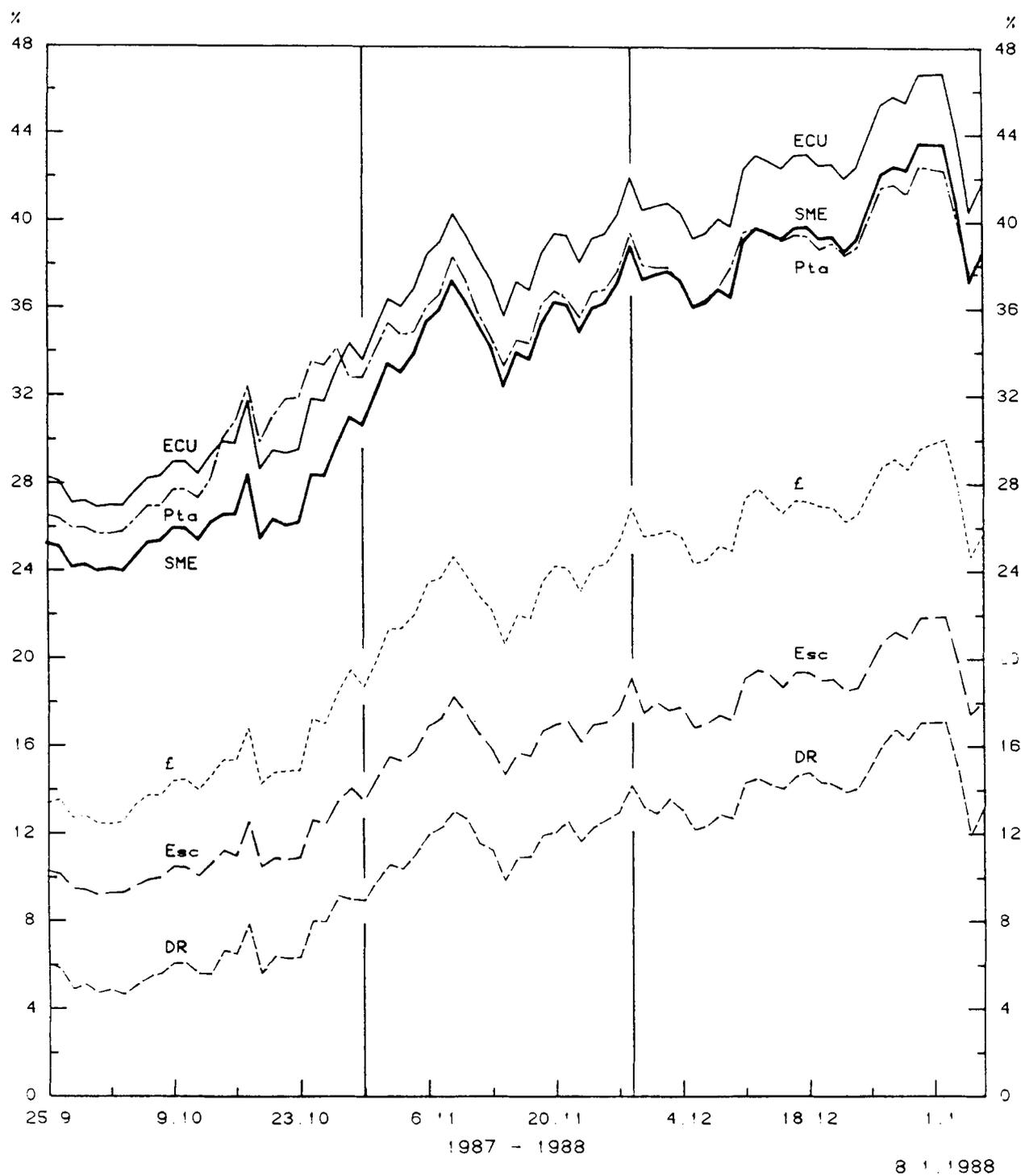
III. LES PREMIERS JOURS DE JANVIER

Sous l'effet d'importantes interventions concertées des banques centrales, en particulier des interventions plus visibles de la part de la

Federal Reserve Bank, ainsi que de la perception par le marché du désir des autorités du Groupe des Sept d'éviter de nouvelles baisses du dollar, la monnaie américaine s'est vivement appréciée durant les premiers jours de janvier, recouvrant les pertes qu'elle avait enregistrées après Noël. L'opinion du marché s'est généralement améliorée à l'égard du dollar EU, les opérateurs attendant à présent la publication, le 15 janvier, des ²données pour novembre sur la balance commerciale des Etats-Unis.

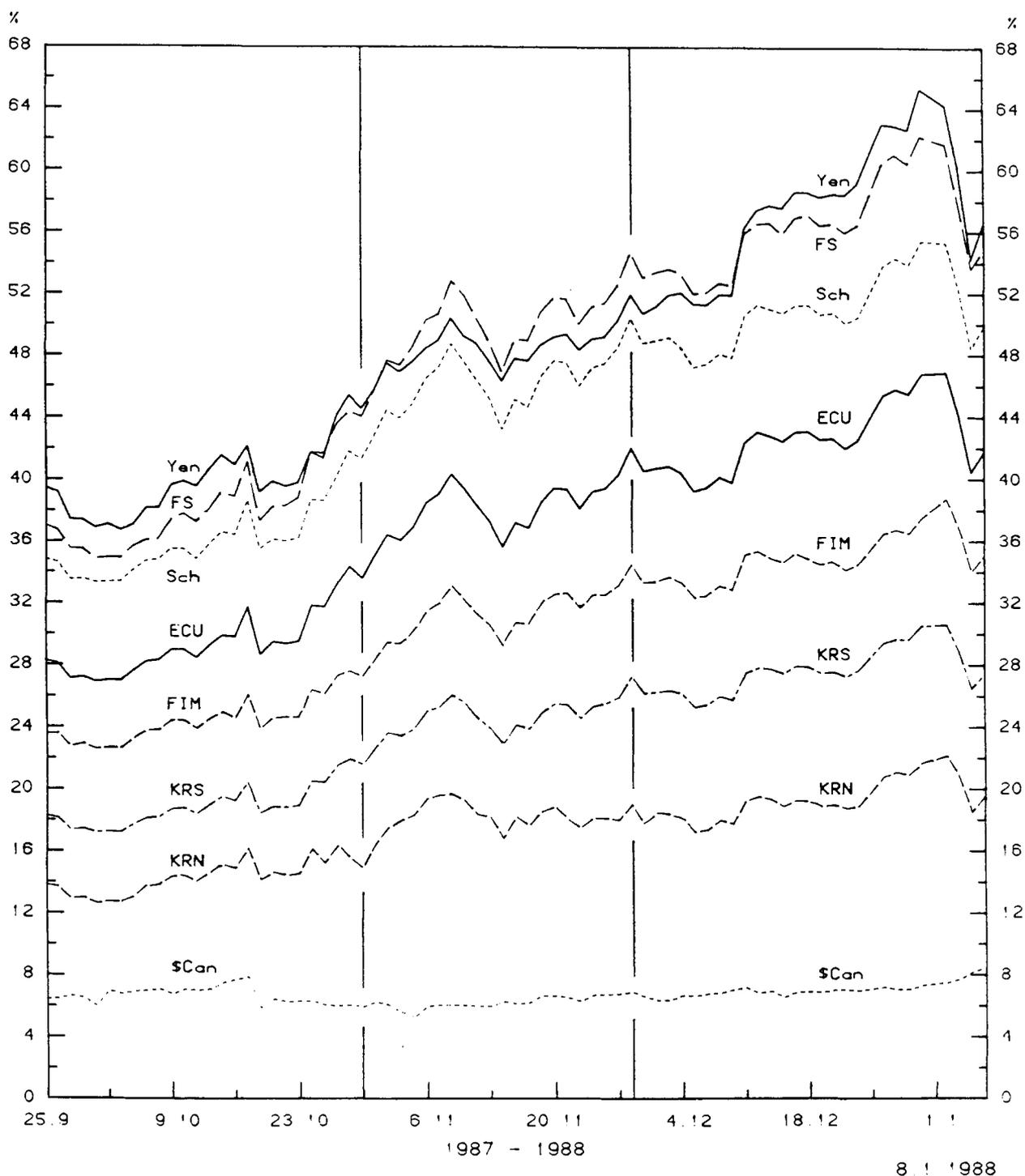
Au sein du SME, la situation est restée stable.

EVOLUTION DE L'ECU, DU COURS MEDIAN DES MONNAIES PARTICIPANT AU MECANISME DE CHANGE DU SME ET DES MONNAIES DES BANQUES CENTRALES DE LA CEE NE PARTICIPANT PAS A CE MECANISME, SUR LA BASE DES COURS RELEVES LE 31 DECEMBRE 1985 VIS-A-VIS DU \$EU *



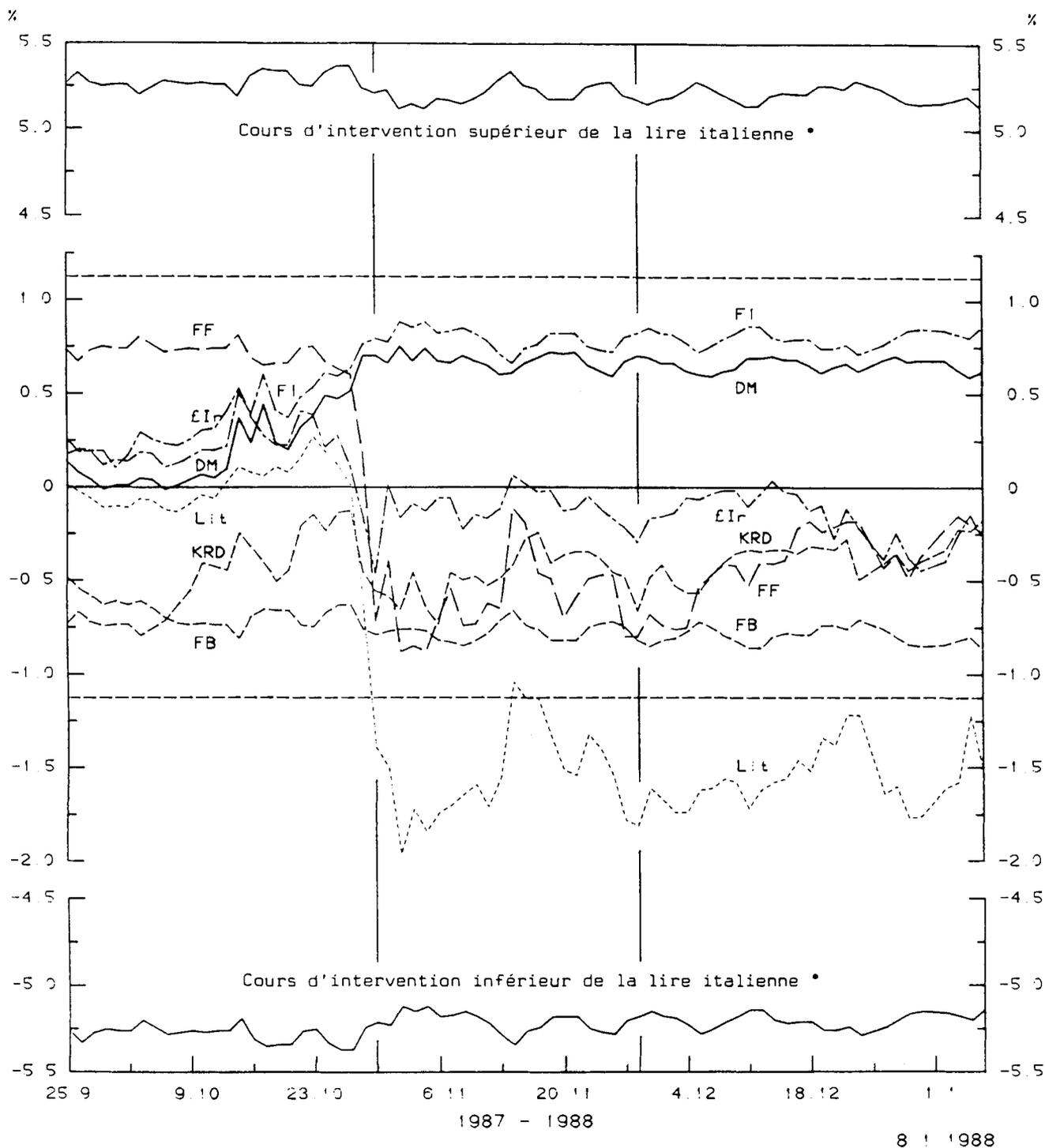
* Voir page suivante.

EVOLUTION DE L'ECU ET DES MONNAIES DES BANQUES CENTRALES HORS CEE
PARTICIPANT A LA CONCERTATION, SUR LA BASE DES COURS RELEVÉS LE
31 DECEMBRE 1985 VIS-A-VIS DU \$EU *



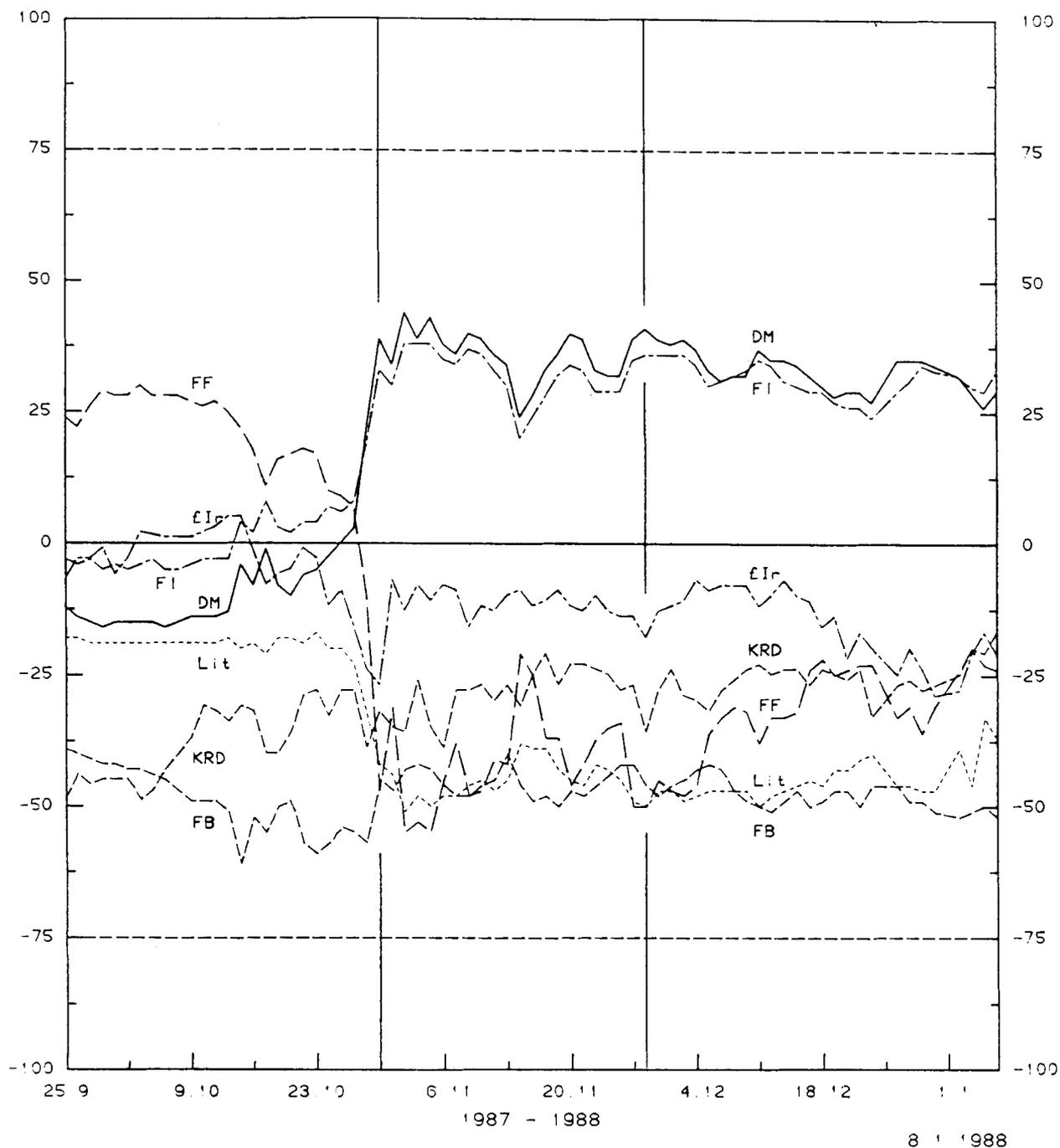
* ECU 1,12622; £ 0,6930; OR 147,7599; PTA 153,7503; ESC 158,4995;
FIM 5,4225; \$Can 1,3975; FS 2,0725; Yen 200,7001; KRS 7,5650;
KRN 7,5850; Sch 17,2901; cours médian des monnaies participant au SME
1,11003. Le cours médian des monnaies participant au SME représente la
moyenne journalière des cours des deux monnaies à marge de fluctuation
de 2,25%, exprimés en dollars EU, qui se sont éloignés le plus de leurs
cours-pivots bilatéraux actuels.

MOUVEMENTS A L'INTERIEUR DE LA GRILLE DE PARITES DU SME CALCULES SUR LA BASE DES COURS DE L'ECU DANS LES DIFFERENTES MONNAIES PARTICIPANTES



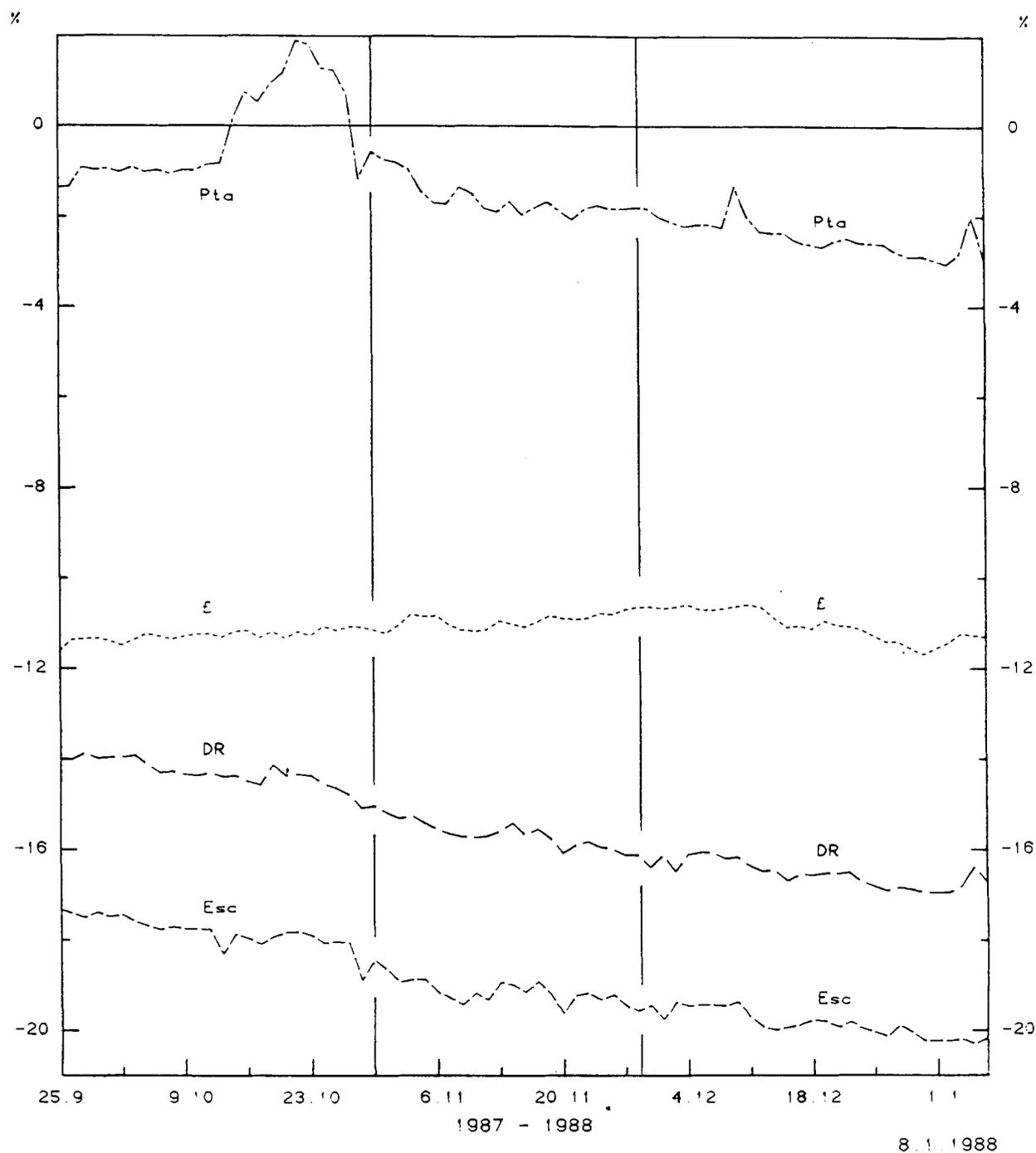
* Les cours d'interventions supérieur et inférieur de la lire italienne représentent l'écart maximal théorique par rapport à la monnaie la plus faible respectivement la plus forte dans la bande de fluctuation étroite de 2,25%.

EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE •



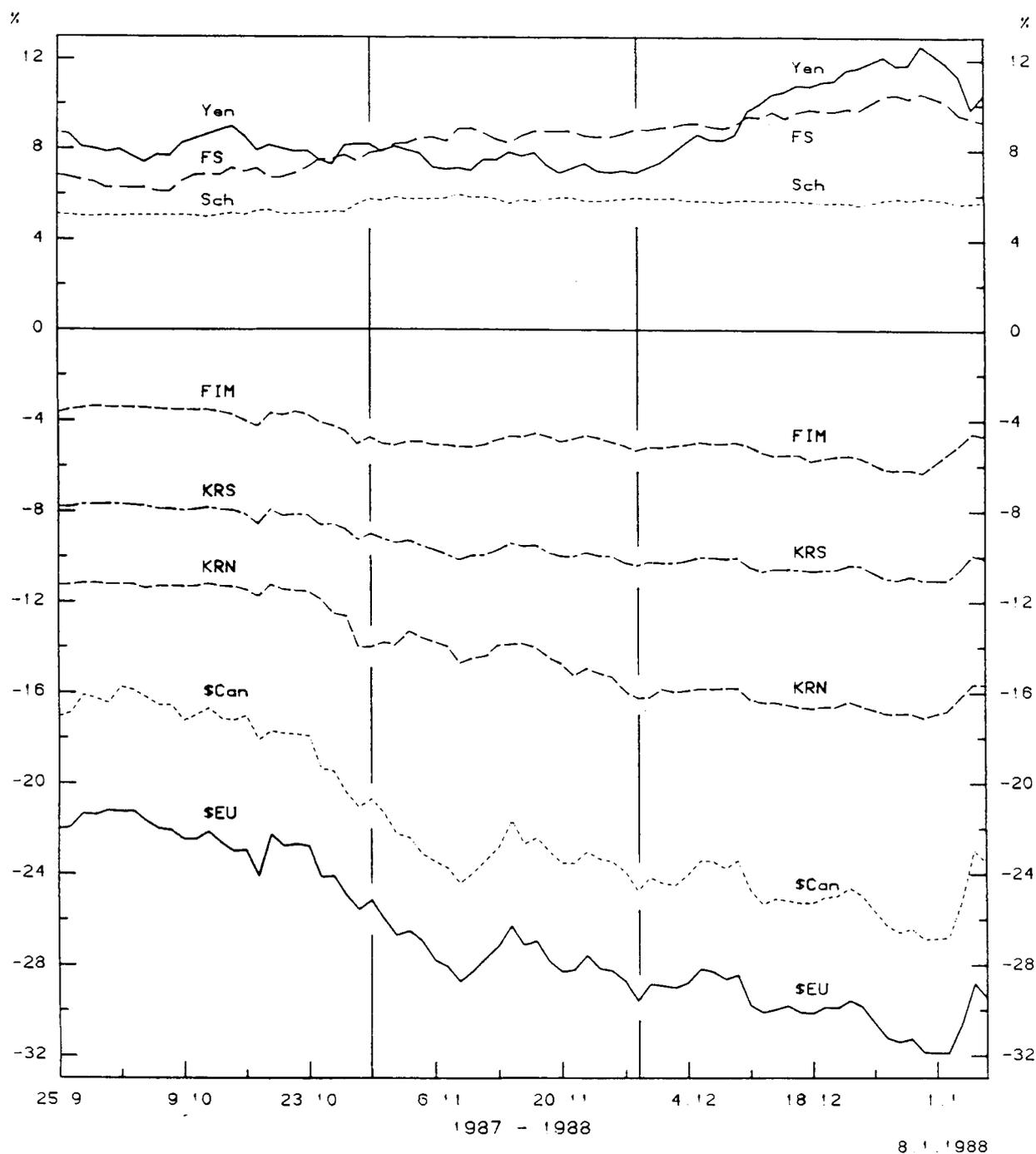
• L'indicateur de divergence a pour but de mesurer, sur une base comparable pour toutes les monnaies participant au mécanisme de change européen, la position d'une monnaie vis-à-vis de son cours-pivot ECU. L'écart maximal de divergence est le pourcentage maximal par lequel le cours de marché de l'ECU dans chaque monnaie peut s'apprécier ou se déprécier par rapport à son cours-pivot ECU; il est exprimé par ± 100 , le seuil de divergence étant ± 75 . Les données qui ont servi de base à l'établissement de ce graphique sont les cours de l'ECU exprimés en termes de diverses monnaies, cours qui sont toutefois corrigés des effets des fluctuations de la lire italienne, de la livre sterling et de la drachme grecque au-delà de la marge de 2,25% vis-à-vis des autres monnaies participant au SME.

EVOLUTION DE LA LIVRE STERLING, DE LA DRACHME, DE LA PESETA ET DE
L'ESCUDDO PAR RAPPORT A L'ECU SUR LA BASE DES COURS DU MARCHE RELEVES
LE 31 DECEMBRE 1985 •



• £ 0,615334; DR 131,20; PTA 136,519; ESC 140,736.

EVOLUTION DES MONNAIES DES BANQUES CENTRALES HORS CEE PARTICIPANT
A LA CONCERTATION PAR RAPPORT A L'ECU SUR LA BASE DES COURS DU
MARCHE RELEVES LE 31 DECEMBRE 1985 *



* \$EU 0,887927; \$Can 1,24088; FS 1,84023; Yen 178,207; KRS 6,71717;
KRN 6,73493; Sch 15,3523; FIM 4,81479.