

PROCES-VERBAL *
DE LA 217e SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS
DES BANQUES CENTRALES DES ETATS MEMBRES
DE LA COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE
TENUE A BALE, LE MARDI 14 JUILLET 1987 A 10 HEURES

Sont présents: le Gouverneur de la Banca d'Italia et Président du Comité, M. Ciampi, accompagné par MM. Dini, Masera et Micossi; le Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique, M. Godeaux, accompagné par MM. Janson et Rey; le Gouverneur de la Danmarks Nationalbank, M. Hoffmeyer, accompagné par M. Mikkelsen; M. Gleske, Membre du Direktorium de la Deutsche Bundesbank, accompagné par MM. Rieke et Fischer-Erlach; le Gouverneur de la Banque de Grèce, M. Chalikias, accompagné par MM. Marathakis 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 Cappanera; le Gouverneur de la Central Bank of Ireland, M. Doyle, accompagné par MM. O'Grady Walshe et Reynolds; le Président de la Nederlandsche Bank, M. Duisenberg, accompagné par MM. Szász et Boot; le Vice-Gouverneur du Banco de Portugal, M. Pego Marques, accompagné par M. Silva Baptista; le Gouverneur de la Bank of England, M. Leigh-Pemberton, accompagné par MM. Loehnis et Kirby; le Directeur Général Adjoint des Affaires économiques et financières de la Commission des Communautés européennes, M. Mingasson, accompagné par M. Louw; le Directeur Général de l'Institut monétaire luxembourgeois, M. Jaans. Assistent en outre MM. Dalgaard et Raymond, Présidents des groupes 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.

I. Approbation du procès-verbal de la 216e séance

Le Comité approuve à l'unanimité, dans le texte du projet, le procès-verbal de la 216e séance.

* Texte définitif, approuvé selon la procédure convenue lors de la séance du 8 septembre 1987, qui ne présente par rapport au projet que quelques modifications de caractère rédactionnel.

II. Echange de vues sur le fonctionnement de la concertation intracommunautaire et sur l'évolution monétaire dans les pays de la CEE:

- Présentation par M. Dalgaard du rapport concernant l'évolution sur les marchés des changes des pays participant à la concertation au cours du mois de juin et des premiers jours de juillet 1987;
- Adoption par le Comité du rapport destiné aux Ministres des Finances des pays de la CEE
- Série mensuelle de statistiques

M. Dalgaard commente brièvement le rapport; il mentionne en particulier que les achats nets de dollars ont fortement diminué entre les mois de mai et juin, mais que la Deutsche Bundesbank a effectué des ventes de dollars importantes; il ajoute que le mark finlandais a été incorporé pour la première fois tant dans le rapport que dans les tableaux statistiques sur les interventions et les variations des réserves officielles.

M. Dini indique que les Suppléants n'ont pas de commentaires particuliers à faire en ce qui concerne le "rapport concertation".

M. Gleske donne quelques explications sur les ventes de dollars effectuées par la Bundesbank en juin et mentionnées par M. Dalgaard. La Bundesbank acquiert des dollars en dehors du marché d'une manière constante en liaison avec les besoins de deutsche marks des troupes américaines stationnées en Allemagne; il s'agit d'environ \$EU 6 à 7 milliards par an qui sont ainsi convertis. Pour d'autres pays, comme le Royaume-Uni, les deutsche marks en question sont acquis sur le marché. La politique de la banque centrale à Francfort a toujours été de remettre sur le marché les dollars achetés de la sorte; elle s'est toutefois abstenue de le faire lorsque le dollar était très faible, ce qui a entraîné une augmentation considérable des réserves, plus de \$EU 8 milliards depuis le début de 1987. Le dollar étant redevenu relativement plus fort, des ventes ont pu être faites, directement à des banques, pour environ \$EU 3 milliards. S'il était nécessaire de soutenir le dollar en cas de nouvel affaiblissement de son cours, la Bundesbank aurait ainsi un peu plus de marge pour le faire.

Le Président constate qu'il n'y a pas d'autres remarques au sujet du rapport; celui-ci est donc adopté par le Comité et sera transmis aux Ministres des Finances des pays de la CEE selon la procédure habituelle.

III. Poursuite de la discussion sur le renforcement du SME; échange de vues éventuel sur les principaux sujets et les conclusions en termes de politiques du projet de rapport des Gouverneurs pour la réunion informelle du Conseil ECOFIN de septembre

Le Président rappelle que le Comité a pour tâche de présenter, à la prochaine réunion informelle du Conseil ECOFIN qui se tiendra les 12 et 13 septembre au Danemark, les résultats des travaux menés par les Gouverneurs, les Suppléants et les experts. Les Gouverneurs ont déjà reçu en juin des études faites par le "Groupe Raymond" et le "Groupe Dalgaard". Ce dernier a transmis tout récemment le Rapport No 60 traitant des possibilités de rapprochement entre l'Ecu officiel et l'Ecu privé.

A. Exposé de M. Dalgaard

L'étude sur le rapprochement entre l'Ecu officiel et l'Ecu privé a commencé fin 1986 mais elle a été ensuite laissée de côté en raison de travaux plus urgents et prioritaires. L'étude est centrée sur trois propositions concrètes qui avaient été présentées par la Banca d'Italia, les Services de la Commission et la Banque de France.

Les traits essentiels de ces trois propositions sont les suivants.

La proposition italienne vise à mobiliser les Ecus officiels détenus par les banques centrales contre des Ecus privés qui, le cas échéant, pourraient être utilisés pour des interventions. Il s'agit en quelque sorte d'un supplément au mécanisme de mobilisation des Ecus officiels introduit en juillet 1985. La proposition de la Commission est plus limitée et consiste principalement à aider les banques centrales dans les opérations à terme en Ecus privés qu'elles pourraient faire. La proposition française est très différente des deux précédentes en ce sens qu'elle vise à permettre aux banques centrales et aux institutions internationales qui seraient agréées par les Gouverneurs à déposer des Ecus privés auprès du FECOM. Une telle possibilité devrait promouvoir l'intérêt de faire des dépôts en Ecus privés et devrait permettre aussi de reprêter les Ecus ainsi déposés à d'autres banques centrales ou institutions du groupe.

Les experts ont examiné ces trois propositions; ils sont d'accord pour dire qu'elles sont techniquement réalisables et serviraient les objectifs poursuivis par leurs auteurs, mais ils ne sont pas d'accord sur les questions plus fondamentales et à plus long terme que soulèverait leur mise en oeuvre. Le groupe estime, en outre, que les effets concrets seraient limités et que le principal serait un effet d'annonce. Les incidences de

ces propositions sur le SME et les politiques monétaires seraient probablement faibles mais, s'il devait en être différemment à l'usage, il faudrait bien sûr revoir la question.

Le Président remercie M. Dalgaard et, avant de donner la parole à M. Dini, rappelle que, pour mettre au point de rapport destiné aux Ministres, les Gouverneurs ne disposent que de la séance d'aujourd'hui et de celle du 8 septembre qui aura lieu trois ou quatre jours avant la réunion informelle du Conseil ECOFIN. Il convient donc de faire diligence dès maintenant et de continuer les travaux et les contacts pendant l'été, notamment au niveau des Suppléants.

B. Exposé de M. Dini

Les Suppléants ont procédé à un examen du premier projet de rapport sur le renforcement du SME, préparé sur la base des "Rapports Dalgaard et Raymond" et de la discussion par les Suppléants de ces rapports. Il a été noté qu'un rapport complet relativement long, tel que le projet sous examen, s'écartait de la pratique consistant à présenter au Conseil ECOFIN des documents relativement courts, axés principalement sur des analyses et propositions concernant les politiques. Les Suppléants ont néanmoins estimé que ce changement était justifié par les circonstances. La première partie du rapport, contenant une évaluation du fonctionnement du système et des implications probables des modifications de l'environnement économique, est apparue utile pour préparer la voie aux aménagements du système, examinés dans la seconde partie. Un rapport complet et dense permettrait également de souligner l'importance du travail accompli par les banques centrales pour remplir le mandat confié par le Conseil ECOFIN au Comité des Gouverneurs.

Alors que les Suppléants ont exprimé leur accord fondamental sur la structure du rapport, ils ont cependant suggéré un certain nombre de modifications portant à la fois sur le fond et sur la forme. Ces observations concernaient l'analyse du fonctionnement du système ainsi que les propositions visant à son renforcement. S'agissant de ce dernier aspect, M. Gleske a attiré l'attention sur le fait que des questions essentielles relatives aux aménagements possibles du SME étaient du ressort du Conseil de la Bundesbank, qui n'aura pas l'occasion de les examiner avant le 27 août. Dans ces conditions, les représentants de la Bundesbank n'étaient pas en mesure de prendre position sur les propositions spécifiques formulées.

En ce qui concerne la procédure, il a été convenu, sous réserve de l'approbation des Gouverneurs, qu'un deuxième projet de rapport, incorporant les suggestions des Suppléants sur des points particuliers, ainsi que celles qui se dégageront de la discussion d'aujourd'hui, sera diffusé au cours de ce mois. Des commentaires écrits sur cette seconde version pourraient être fournis durant les trois premières semaines d'août, afin qu'un texte révisé puisse être disponible pour la fin du mois d'août. Le rapport devrait être finalisé par les Gouverneurs lors de leur séance du 8 septembre prochain.

Au cours de la discussion de la partie analytique du rapport, trois points principaux ont été soulevés:

1. Tout d'abord, il a été rappelé que les objectifs fondamentaux du SME ne comprenaient pas seulement la stabilité monétaire, mais aussi un engagement en faveur d'une convergence économique globale, assortie d'une croissance équilibrée et de la résorption des disparités régionales et du chômage. Certains Suppléants ont suggéré que cette dimension plus vaste du SME soit rappelée de manière explicite, tandis que d'autres étaient d'avis qu'elle ne constituait pas la préoccupation essentielle des Gouverneurs des banques centrales dans le cadre de leur rapport au Conseil ECOFIN.
2. En ce qui concerne le fonctionnement du mécanisme de change, certains Suppléants ont estimé qu'il conviendrait de mettre davantage l'accent sur les difficultés créées par la participation partielle et, par conséquent, sur la nécessité d'encourager tous les membres de la CEE à accepter l'engagement en matière de taux de change sur une base d'égalité. D'autres Suppléants, tout en reconnaissant qu'il s'agirait d'un objectif à plus long terme, ont souligné que l'acceptation prématurée de cet engagement, avant que les conditions ne soient favorables, pourrait avoir des répercussions néfastes pour la cohésion du système.
3. Au sujet de la coordination des politiques monétaires, la première question à examiner, mise en évidence dans le "Rapport Raymond", concernait la nécessité d'accroître la coordination dans le cadre d'une stratégie à moyen terme destinée à faire converger les taux d'inflation des divers pays vers un niveau faible, voire nul. Un autre point de l'ordre du jour était le fait d'admettre des déviations temporaires par rapport à la trajectoire souhaitée et déterminée au niveau de chaque pays, pour la croissance monétaire à long terme, lorsque des considérations externes - notamment dans le domaine de la stabilité des taux de changes - justifient de telles déviations.

Les Suppléants ont également examiné les principales conclusions du rapport et les domaines particuliers dans lesquels les banques centrales auraient la possibilité de prendre des mesures pour renforcer le SME.

Les Suppléants sont très largement d'accord sur la proposition visant à intensifier la surveillance de l'évolution des taux d'intérêt et des taux de change par le Comité des Gouverneurs, en vue de parvenir à des évaluations communes et de s'accorder sur des mesures de politique appropriées. Cet exercice ne serait pas totalement nouveau, étant donné qu'il s'appuierait sur des arrangements existants en matière d'information et de surveillance mutuelles. Il contiendrait cependant des innovations importantes; tout d'abord, il mettrait l'accent sur l'examen en commun des interventions et de l'évolution des taux de change et des taux d'intérêt, ce qui devrait entraîner une analyse plus vaste et plus systématique des politiques des membres et de leur compatibilité au sein du SME; deuxièmement, les conclusions de cette surveillance serviraient de base aux décisions sur la nature des réactions appropriées au niveau de la politique, y compris sur l'opportunité des interventions, leur coordination et (si cela devait être envisagé) sur leur éligibilité au financement à très court terme.

La proposition d'allonger la durée du financement à très court terme et de relever le plafond du renouvellement automatique de ce financement n'a pas rencontré d'objections majeures.

Quatre autres sujets, examinés de manière approfondie par les Suppléants, requièrent l'attention et les directives des Gouverneurs.

1. La proposition d'étudier la possibilité d'autoriser le financement à très court terme des interventions intramarginales, dans des conditions spécifiques à évaluer dans le cadre de la procédure de surveillance, a fait l'objet d'un débat animé. Certains Suppléants ont été d'avis qu'aucune modification des dispositions actuelles n'était nécessaire à cet égard; ils ont observé, en effet,

- a) que les arrangements actuels découragent les interventions excessives et la défense de taux de change irréalistes; au lieu d'être freiné, la spéculation pourrait être stimulée par l'annonce d'un assouplissement des contraintes financières sur les interventions;
- b) ils ont également noté que les banques centrales à monnaie forte pourraient être contraintes d'accepter de s'écarter de leur politique monétaire orientée vers la stabilité.

D'autres Suppléants ont fait remarquer qu'aux termes de la proposition contenue dans le projet de rapport:

- a) l'accès au financement à très court terme pour les interventions intramarginales ne serait pas automatique mais autorisé par le Comité des Gouverneurs sur une base ad hoc lorsque ces interventions seraient reconnues comme allant dans l'"intérêt du système";
- b) la nouvelle procédure pourrait être considérée en fait comme un moyen de réduire, plutôt que d'encourager, les interventions; il a été rappelé en effet que, selon le dispositif actuellement en vigueur, les interventions intramarginales en monnaies communautaires étaient essentiellement effectuées sur une base unilatérale avec, il est vrai, l'accord préalable de la banque centrale émettrice; selon l'approche proposée, les interventions intramarginales seraient assujetties à un examen collectif minutieux et il y aurait donc une plus forte présomption à l'encontre d'une défense rigide des taux de change au sein de la bande;
- c) en même temps, l'annonce d'un renforcement des possibilités opérationnelles et des défenses du système pourrait constituer un encouragement pour les pays qui ne participent pas au mécanisme à y adhérer;
- d) la proposition ne comportait pas de nouvelles règles ou obligations formelles mais visait seulement à faire pleinement usage des arrangements et facilités existants dans un cadre plus ordonné.

Tous les Suppléants ont cependant été d'avis qu'une grande prudence s'imposait dans l'élaboration de nouvelles procédures et qu'il convenait de garder à l'esprit la nécessité de préserver la discipline au sein du système et d'éviter des effets monétaires indésirables pour la banque centrale émettrice.

2. La proposition d'abolir ou de relever la limite d'acceptation pour l'Ecu officiel a également fait l'objet de controverses. Quelques Suppléants ont souligné qu'une telle décision pourrait conduire à l'accumulation accrue d'un actif qui n'est pas totalement liquide et convertible. D'autres ont fait remarquer qu'actuellement l'Ecu ne pouvait être utilisé que pour régler des dettes nées d'interventions aux limites; que les pays créanciers avaient désormais la possibilité de mobiliser leurs positions nettes en Ecus s'ils le souhaitaient; et

que, après tout, l'Ecu était un actif totalement garanti par des monnaies convertibles et par l'or. Les différents arguments devraient évidemment être appréciés de manière un peu différente si les interventions intramarginales pouvaient bénéficier du financement à très court terme.

3. Le point suivant concernait la question de savoir si les pays du SME devaient accroître leurs avoirs en monnaies des pays partenaires dans leurs réserves en vue de faciliter des interventions coordonnées et diversifiées. Les Suppléants ont été généralement d'accord pour estimer que, s'il ne semblait pas opportun d'envisager une forte accumulation d'actifs en monnaies du SME, la détention adéquate de fonds de roulement, sous réserve de l'accord préalable des banques centrales émettrices, pourrait contribuer à améliorer le fonctionnement du système.
4. Enfin, s'agissant de l'introduction d'un lien entre les circuits privés et officiels de l'Ecu, les Suppléants ont souscrit aux conclusions formulées par le "Groupe Dalgaard" dans le Rapport No 60. Les trois propositions examinées ne paraissent pas soulever de problèmes techniques majeurs et ne comporteraient pas, dans les circonstances actuelles, d'implications importantes sur le plan monétaire ou au niveau des taux de change. En revanche, certaines banques centrales sont d'avis que l'établissement de tels liens pourrait, à l'avenir, présenter des conséquences importantes. Il s'agit donc d'une question de nature politique et les Gouverneurs devraient décider de la ligne appropriée à adopter dans le rapport.

C. Discussion du Comité

Le Président remercie M. Dalgaard et M. Dini pour leurs exposés; il propose qu'avant d'aborder les questions de fond, le Comité se prononce sur la structure du rapport et sur la procédure.

En ce qui concerne la structure, il apparaît opportun de préparer un rapport étoffé qui ne se limite pas à des conclusions mais présente une analyse du fonctionnement du SME et quelques appréciations. S'agissant de la procédure, il semble inévitable de suivre celle qui est proposée et qui est d'ailleurs dictée par le calendrier, c'est-à-dire qu'un projet révisé serait diffusé vers la fin de juillet en vue de recueillir des réactions par voie écrite, de telle sorte qu'un nouveau texte puisse être envoyé aux

banques centrales vers la fin août et être examiné par les Suppléants et les Gouverneurs, les 7 et 8 septembre 1987 à Bâle.

Le Président constate l'accord du Comité sur la procédure.

En ce qui concerne la structure du rapport, M. Hoffmeyer indique qu'il serait peut-être utile de se concentrer sur les conclusions dans le document principal et d'ajouter en annexe le travail analytique qui, pour l'essentiel, est bien connu de tout le monde. Il est peu probable, en effet, que les Ministres lisent une quinzaine de pages.

Le Président reconnaît que le rapport, même un peu raccourci, restera assez long. Toutefois, s'il est bien articulé et s'il est subdivisé clairement en deux parties, la seconde contenant les conclusions, le lecteur avisé et rapide pourra aller droit au but. Il rappelle le problème particulier de la Deutsche Bundesbank dont le Conseil central ne se saisira de la question du SME que le 27 août; mais cela devrait permettre de respecter le calendrier indiqué.

M. Gleske confirme qu'il est prévu de discuter les questions du renforcement du SME à la réunion du Conseil central de la Bundesbank le 27 août et que, pour l'instant, les représentants de celle-ci ne peuvent donc s'engager ad referendum.

Le Président rappelle que sur deux points un accord semble s'être dessiné chez les Suppléants: il s'agit du "monitoring" sur les taux d'intérêt et les taux de change, et l'allongement de la durée du financement à très court terme.

M. Gleske indique qu'à titre personnel et en l'absence de M. Pöhl, il peut exprimer une opinion favorable à l'allongement de la durée du financement à très court terme. Une telle idée se recommande pour un pays créancier. Lors du réalignement de janvier 1987, par exemple, on a constaté que le renversement des mouvements de capitaux a pris du temps et que les pays débiteurs n'ont pas été rapidement en mesure d'acquérir les monnaies des créanciers, alors que pour ceux-ci il est toujours plus intéressant d'être réglés dans leurs monnaies. La réserve formelle déjà mentionnée s'applique toutefois à cette question.

Le Président propose d'examiner les quatre points qui ont été évoqués par M. Dini et sur lesquels il existe des divergences de vues; il s'agit de l'accès au financement à très court terme pour les interventions intramarginales, du relèvement ou de la suppression de la limite d'acceptabilité de l'Ecu, de la détention des monnaies des partenaires aux fins d'interventions et du rapprochement entre l'Ecu officiel et l'Ecu privé, pour lequel le "Groupe Dalgaard" a préparé le Rapport No 60.

M. Hoffmeyer indique qu'il a plaidé en faveur des interventions intramarginales depuis 1974 et estime qu'il s'agit d'une technique dont il faut user au moment propice, dont l'expérience a été positive et qui a permis d'intervenir d'une manière plus limitée et utile. Pour financer de telles interventions, il y a normalement trois possibilités: on peut intervenir en dollars qu'on puise dans ses réserves ou qu'on emprunte, mais dans certains cas l'utilisation du dollar n'est pas appropriée; on peut intervenir en monnaies communautaires qui, soit sont prises dans les réserves (il faut alors un accord des banques centrales émettrices pour la détention de leurs monnaies par leurs partenaires, d'où le lien entre le point 1 et le point 3 mentionnés par le Président), soit obtenus par le biais du financement à très court terme à travers le FECOM.

Le Président remercie M. Hoffmeyer pour le lien fait entre les points 1 et 3, et le rappel du problème de la compatibilité d'interventions en dollars avec l'intérêt général du système.

M. Leigh Pemberton exprime sa sympathie pour l'utilisation du financement à très court terme pour les interventions intramarginales; il estime qu'un usage raisonnable de ce financement serait bénéfique pour le fonctionnement du SME. Les craintes des banques centrales créancières quant aux conséquences négatives pour la politique monétaire pourraient être dissipées si l'on prévoyait que le règlement du financement se ferait dans la monnaie du créancier si celui-ci le réclamait. De la sorte, les emprunteurs seraient amenés à ne pas exagérer et les prêteurs pourraient annuler les effets monétaires internes des interventions faites par leurs partenaires.

M. Duisenberg se félicite que dans le projet de rapport on reconnaisse unanimement que des interventions intramarginales prolongées et systématiques ne sont pas souhaitables, qu'il vaut mieux recourir à d'autres instruments, au premier chef les taux d'intérêt, et que si la pression est trop forte on doit laisser glisser le cours de change jusqu'aux limites. Rendre les interventions intramarginales plus faciles n'est donc pas en accord avec cette conclusion. En cas de très forte pression, la défense d'une monnaie à sa limite inférieure permet de réduire les bénéfices des spéculateurs si la monnaie est ensuite dévaluée et permet même de pénaliser les spéculateurs si la défense est couronnée de succès. Par ailleurs, si les interventions intramarginales devenaient obligatoires et non plus volontaires, la tendance de la Bundesbank à être ouverte et coopérative se réduirait, ce qui représenterait alors un prix élevé à payer pour un changement qui ne répond pas à un besoin réel actuellement dans le

SME. Il est donc préférable de ne modifier ni la pratique, ni le cadre institutionnels existants, l'expérience jusqu'ici étant satisfaisante.

M. Gleske reconnaît que la Deutsche Bundesbank est devenue plus souple au fil des ans quant à l'utilisation du deutsche mark dans des interventions intramarginales, notamment lorsqu'il est apparu que des interventions en dollars n'étaient pas judicieuses. Des interventions importantes en deutsche marks ont ainsi eu lieu avec l'accord de la Bundesbank. Celle-ci partage toutefois le scepticisme de M. Duisenberg sur la nécessité d'interventions intramarginales massives. Dans certains cas, une plus grande utilisation de la bande de fluctuation et des taux d'intérêt aurait été préférable. Les interventions intramarginales ont acquis une dynamique propre qui peut expliquer la tentative de formaliser ce type d'action. La Bundesbank a toujours été prête à donner son accord tant que ces opérations se déroulaient dans le marché et ne l'impliquaient pas directement. Il deviendrait, en revanche, plus difficile d'obtenir l'accord du Directoire dès lors que, via un mécanisme de financement communautaire, des conséquences monétaires internes apparaîtraient. On pourrait dire que celles-ci peuvent être compensées par des décisions en matière de taux d'intérêt ou de crédit, mais de telles mesures ne sont généralement pas simples. Il est donc préférable de s'en tenir à la procédure actuelle, l'initiative étant prise par le débiteur et l'accord des créanciers étant donné, à condition que les interventions restent entièrement dans le marché.

M. de Larosière considère qu'il ne faut pas ériger cette discussion en débat doctrinal. Dans certains cas, des interventions intramarginales peuvent être utiles pour rassurer le marché ou s'opposer à des tendances qui ne sont pas fondamentales; cela peut être opportun et même économique en termes de montants. La Banque de France l'a fait en utilisant ses avoirs en deutsche marks et la Deutsche Bundesbank a toujours été très compréhensive pour les achats ou les ventes de sa monnaie. Il ne semble ni illogique ni répréhensible que, dans certains cas, une banque centrale ne disposant pas, par exemple, de deutsche marks pour intervenir, puisse les obtenir au moyen du financement à très court terme. Il pourrait, par exemple, s'agir d'interventions permettant d'éviter à une monnaie d'être acculée au plancher et ainsi de déclencher la spéculation et un réalignement. La discussion de cette question devrait donc plutôt être placée sur un plan technique, et l'idée de M. Leigh-Pemberton sur le remboursement du financement dans la monnaie utilisée pourrait être examinée.

M. Godeaux est d'avis, comme M. de Larosière, qu'il convient d'éviter les questions doctrinales et de se concentrer sur les moyens d'action possibles et leur liaison les uns avec les autres. Dans cet esprit, on devrait considérer comme un progrès la possibilité d'utiliser les interventions intramarginales en sachant qu'elles seront limitées mais qu'elles se situeront dans le cadre d'un "monitoring" plus étroit et que, de manière conditionnelle, elles pourraient être financées à travers le FECOM. Il s'agit là d'un domaine où le Comité des Gouverneurs est parfaitement compétent et où il pourrait donc apporter un renforcement de la coopération entre les banques centrales, de la coordination des méthodes d'intervention et donner également une confiance supplémentaire au marché. L'utilisation complète de la marge de fluctuation peut avoir, dans les conditions actuelles, un effet de déclenchement ou d'accentuation de la spéculation. Il faudrait donc pouvoir multiplier les moyens d'action permettant précisément de démontrer que l'utilisation de la marge ne comporte pas en elle-même un signal de danger.

M. Doyle souhaite également ne pas prendre de position doctrinale sur les interventions intramarginales qui soulèvent essentiellement des questions pratiques. Par exemple, si des pressions se développent contre une monnaie, l'expérience a montré que des interventions intramarginales peuvent précisément les faire disparaître et qu'au contraire laisser glisser le cours jusqu'à sa limite peut être dangereux et notamment aggraver les pressions. Dans ce cas là, se pose d'ailleurs la question du moment où l'on devrait laisser glisser le cours: le 1er jour où la pression se manifeste, le 2e jour, 15 jours plus tard? C'est un problème quasi insoluble. En outre, l'idée qu'on pénalise les spéculateurs en laissant le cours atteindre sa limite inférieure, est à nuancer. En effet, les opérateurs sur le marché ne doivent pas être assimilés à des spéculateurs, la plupart d'entre eux sont, par exemple, des exportateurs, des trésoriers d'entreprises, des intermédiaires financiers qui opèrent normalement en défendant leurs intérêts et en se faisant une idée des prix des monnaies qu'ils traitent.

M. Duisenberg n'attribue pas de sens déplaisant au terme spéculateur mais pense que les autorités d'un pays ont aussi leurs idées quant à la position de leur monnaie. Il ajoute qu'il n'a pas d'opposition doctrinale à l'égard des interventions intramarginales; en cas de mouvement à court terme, celles-ci peuvent être très utiles. Toutefois, les Gouverneurs semblent tous d'accord pour reconnaître que, dans le passé, l'accent a peut-être été trop mis sur les interventions et qu'on a négligé

les autres instruments, c'est-à-dire l'exploitation de la largeur de la bande et les taux d'intérêt. Ainsi, aux Pays-Bas, lorsque le florin a été soumis à forte pression, on est intervenu et on a aussi relevé sensiblement les taux d'intérêt, ce qui, au total, a eu un effet sur les opérateurs ou "spéculateurs", que ces derniers n'ont pas oublié. En fait, le système des interventions intramarginales fonctionne bien actuellement, grâce notamment à l'attitude coopérative de certaines banques centrales dont la monnaie est utilisée. Si l'on introduit des règles ou obligations, cette bonne volonté risquerait d'être érodée. En outre, si l'on devait faciliter les interventions intramarginales, on risquerait de maintenir des taux de change irréalistes aux yeux du marché et de retarder l'usage des autres instruments.

M. de Larosière indique qu'il partage en partie les propos de M. Duisenberg mais il souligne que, dans les recommandations, on ne dit pas qu'il serait obligatoire de financer les interventions intramarginales par le crédit à très court terme; les Gouverneurs décideraient cas par cas. Les interventions intramarginales en monnaies du SME sont actuellement inéligibles au financement à très court terme. Il est reconnu cependant qu'elles peuvent être utiles dans certaines circonstances, et si des banques centrales ne disposent pas, par exemple, des deutsche marks nécessaires à l'intervention, elles pourraient être obligées à intervenir en dollars à contre-courant ou en contradiction avec l'objectif retenu à l'égard des monnaies tierces. Sans être obligatoire, le financement à très court terme des interventions intramarginales devrait donc être possible le cas échéant. Ce serait un assouplissement allant dans le bon sens et qui ne devrait pas provoquer de difficultés pour la Deutsche Bundesbank.

M. Gleske reconnaît, avec M. de Larosière, que si un pays ne dispose pas de monnaies communautaires pour intervenir il devrait pouvoir s'en procurer. Il y a lieu de rappeler à cet égard qu'il existe le mécanisme de mobilisation comme moyen d'obtenir des monnaies d'intervention et qu'en dehors du FECOM des swaps deutsche marks contre Ecus ont été conclus et sont possibles. En outre, l'accord sur le SME n'exclut pas que, sur une base ad hoc, les interventions intramarginales bénéficient du financement à très court terme. La question qui se pose est de savoir s'il convient de formaliser ou d'institutionnaliser davantage dans ce domaine. L'idée par exemple que le Comité des Gouverneurs discuterait et déciderait, même à l'unanimité, un financement d'interventions intramarginales, gênerait le Conseil central de la Deutsche Bundesbank, qui tient à son autonomie. Il serait préférable et plus efficace de s'en tenir à la formule bilatérale et de régler cas par cas la question du financement.

Le Président indique tout d'abord que la Banca d'Italia est favorable à l'accès du financement à très court terme pour les interventions intramarginales; il résume ensuite la première partie du débat du Comité comme suit. Les Gouverneurs sont d'accord que les questions en discussion sont très pratiques et pas théoriques. Les interventions intramarginales qui n'étaient pas prévues à l'origine du SME ont démontré leur grande utilité pour obvier à certains inconvénients du système, éviter par exemple que certaines monnaies apparaissent dans des positions de faiblesse non justifiées par les données réelles. Si les interventions intramarginales peuvent être utiles, il faut pouvoir les effectuer et donc les financer. La discussion à cet égard a montré que ce n'est pas l'opportunité de fournir un financement qui est en cause mais plutôt le cadre dans lequel cela se ferait. La Deutsche Bundesbank préférerait la non-formalisation et le maintien du cadre bilatéral actuel. D'autres banques centrales souhaiteraient passer d'une pratique à un arrangement plus structuré et multilatéral, ce qui aurait aussi l'avantage de renforcer vis-à-vis des opérateurs la perception de la cohésion des banques centrales. L'utilisation d'une telle possibilité ne serait ni automatique ni obligatoire, elle s'insérerait dans le cadre d'un examen du pays demandeur, ce qui serait une garantie contre tout abus.

M. Dini se demande comment on peut réconcilier l'idée que le Directoire de la Deutsche Bundesbank pourrait avoir un pouvoir discrétionnaire de décider au jour le jour sur le financement d'interventions intramarginales mais qui porterait atteinte à l'autonomie et à la souveraineté de son Conseil central si une décision de même nature était prise, avec l'accord de la Bundesbank, dans le cadre du Comité des Gouverneurs.

M. Gleske précise que la pratique des interventions intramarginales a permis jusqu'ici au Directoire de la Bundesbank de prendre des décisions dont il a rendu compte au Conseil central sans jamais rencontrer d'obstacle. Toutefois, il y a une différence entre cette formule bilatérale et celle où la décision serait prise collectivement, après peut-être un vote, dans un organe tel que le Comité des Gouverneurs. La préférence pour le bilatéral et la disponibilité n'exclut pas une discussion et des avis lors des réunions de Bâle mais sans qu'il y ait de procédure décisionnelle.

Le Président propose d'aborder la question de la limite d'acceptabilité de l'Ecu pour laquelle la proposition de l'abolition ou

d'un relèvement du pourcentage actuel de 50% suscite des divergences de vues.

M. de Larosière fait observer qu'il n'y a pas eu d'abus dans ce domaine et que l'accumulation d'Ecus chez certains pays créditeurs structurels, que quelques-uns craignaient initialement, ne s'est pas produite. L'amélioration de la rémunération de l'Ecu a contribué à cette évolution. Il semble donc que la limite d'acceptabilité, qui avait été fixée au début pour répondre à cette crainte, devrait être abolie et qu'on devrait accepter une pleine utilisation de l'Ecu dans les règlements, cela d'autant plus que l'Ecu est entièrement gagé et ne devrait donc pas susciter la moindre suspicion.

M. Duisenberg rappelle qu'à l'heure actuelle rien n'empêche les créanciers d'accepter, sur base volontaire, un règlement à plus de 50% en Ecus. Abolir cette limite voudrait dire que les créanciers seraient obligés, le cas échéant contre leur volonté, d'accepter plus de 50%; or il n'existe aucun actif de réserve dans le monde avec acceptabilité illimitée. En outre, il y a aussi un danger: si, à l'avenir, les Ministres venaient à décider la création d'Ecus contre monnaies nationales, ce qui avait été envisagé à Brême en 1978, une limite d'acceptabilité serait nécessaire; mais si on abolit maintenant celle-ci c'est quasiment irréversible ou alors on devrait renoncer à la possibilité de créer, à l'avenir, des Ecus contre monnaies nationales.

M. Gleske précise qu'il a écouté avec intérêt les arguments pour et contre présentés par MM. de Larosière et Duisenberg, arguments qui seront pris en considération lors de la réunion du Conseil central de la Bundesbank, le 27 août 1987.

Le Président suggère de traiter la question de la détention des monnaies des partenaires dans les réserves, question qui est en fait liée à la première concernant le financement des interventions intramarginales. La détention de fonds de roulement ne se ferait qu'avec l'accord préalable de la banque centrale émettrice et donc sans automaticité, elle viserait à faciliter d'éventuelles interventions et à rendre plus souple le fonctionnement du système.

M. de Larosière estime que le texte consacré à la détention de monnaies communautaires (paragraphe 38 du projet de rapport) est trop timide. On ne peut pas imposer une telle détention qui naîtra d'une meilleure coordination des politiques et d'une meilleure crédibilité des différentes monnaies européennes. Il est toutefois important de souligner que, dans un système fondé sur une surveillance accrue (comme celle qui est

envisagée) englobant les diverses politiques, les monnaies concernées devraient être davantage détenues par les pays participants à titre de fonds de roulement et de moyens possibles d'intervention. La pratique actuelle dans ce domaine n'est pas satisfaisante; il est souhaitable et logique de développer l'interdétention des monnaies des partenaires afin de permettre des interventions plus souples que s'il faut recourir à des mécanismes de financement communautaires. Ce point est intimement lié à celui du financement des interventions intramarginales; il devrait faire l'objet d'un texte renforcé dans le rapport.

Le Président prend note de la remarque de M. de Larosière et invite les Gouverneurs à présenter leurs observations sur la question du rapprochement entre l'Ecu officiel et l'Ecu privé qui est traitée dans le Rapport No 60 du "Groupe Dalgaard".

M. Duisenberg fait remarquer que les Suppléant n'ont pas encore examiné le Rapport No 60 et qu'ils pourraient le faire avant que les Gouverneurs le discutent.

Le Président propose de ne pas traiter aujourd'hui cette question du rapprochement entre les deux Ecus; il rappelle que, sur l'ensemble du renforcement du SME, les Gouverneurs devront conclure avant la date de la réunion informelle du Conseil ECOFIN. A ce stade, il semble que la question essentielle qui se pose est de savoir si les pratiques actuelles du SME doivent être maintenues sous la forme de contacts bilatéraux et informels entre banques centrales ou, au contraire, dans quelle mesure elles pourraient être formalisées en s'inspirant des textes existants. Cette dernière approche permettrait peut-être de renforcer la position des banques centrales qui, autrement, risquent de se présenter en position de faiblesse à la réunion au Danemark.

M. Mingasson rappelle que la discussion des Gouverneurs s'inscrit dans un programme plus large comportant notamment la libération complète des mouvements de capitaux. Ce dernier aspect a un caractère spectaculaire et très visible et, dès lors qu'il y a un lien entre les deux dossiers, libération des mouvements de capitaux et renforcement du SME, il y aurait intérêt à ce que, dans ce domaine, les Gouverneurs prennent des décisions ayant une certaine visibilité.

M. de Larosière souligne qu'on doit être conscient que certains pays sont en train de libérer complètement les mouvements de capitaux. C'est le cas, par exemple, de la France, qui vient pratiquement d'abolir toutes les limitations individuelles à la sortie des capitaux à des fins touristiques. Il ne reste plus que quelques détails dans la réglementation

française des changes qui seront d'ailleurs supprimées un jour. Dans l'esprit des responsables politiques, notamment en France, cette libération ne saurait se faire sans un renforcement visible de la coopération monétaire.

Le Président indique qu'en tant que Gouverneur de la Banca d'Italia, il ne peut que souscrire aux remarques de M. de Larosière. Le processus de libération des mouvements des capitaux s'est également accéléré en Italie; s'il est fondé sur l'évolution de la politique monétaire interne, il doit aussi être lié à un renforcement de la coopération monétaire et à la mise en place d'instruments permettant davantage d'interventions sur le marché. Il faut en effet être en mesure de faire face aux pressions sur la monnaie et celles-ci ont eu tendance à s'accroître lorsque les réserves officielles ont baissé.

M. Doyle confirme, comme le Président et M. de Larosière, que le mouvement de libération doit s'inscrire dans le cadre d'un renforcement du SME; les deux éléments sont indissociables. On est en présence d'une équation à trois termes: les taux de change, les taux d'intérêt et les interventions. Il ne serait pas normal, pour l'avenir du SME, qu'il y ait un groupe de pays utilisant uniquement l'instrument taux d'intérêt pour promouvoir la stabilité des cours de change, alors qu'un autre groupe aurait le loisir de recourir aux trois instruments. Le renforcement de la participation au mécanisme de change du SME est également un élément très important.

Le Président clôt la discussion en rappelant qu'un nouveau projet de rapport sera adressé avant la fin de juillet et que les banques centrales pourront transmettre leurs observations par la suite tant sur le fond que sur la forme.

IV. Echange de vues sur l'évolution récente des finances publiques et implications pour la politique économique

Le Président indique que les Suppléants n'ont pas eu le temps d'examiner la note sur les finances publiques; il invite M. Raymond à présenter celle-ci.

M. Raymond fait part des commentaires suivants concernant les finances publiques.

Tendances actuelles

Pour la Communauté prise dans son ensemble, dépenses, recettes et déficits publics ont vu leur part dans le PIB se réduire.

Selon les pays, les priorités n'ont toutefois pas été exactement les mêmes: certains ont privilégié la diminution du déficit public (Italie, Espagne, Grèce en particulier), d'autres ont mis l'accent sur la réduction simultanée de la part des dépenses et des recettes publiques dans le PIB (tout spécialement le Royaume-Uni qui a même accepté une aggravation du déficit en 1986 et, dans une moindre mesure, l'Allemagne et la France qui visent toutefois également une diminution du déficit).

La baisse du poids des dépenses publiques (-0,6 point du PIB en 1986) est commune à presque tous les Etats et porte en grande partie sur les dépenses en capital (-0,3 point). Les dépenses de fonctionnement ont plus diminué et les paiements d'intérêts ont peu augmenté, du fait de la baisse des taux d'intérêt et, pour les emprunts extérieurs, du dollar. La réduction plus modérée des recettes (-0,4 point du PIB en 1986) tient au fait que les allègements de la fiscalité directe votés dans de nombreux pays ont été compensés par la progression des revenus pris pour assiette fiscale, par suite du contre-choc pétrolier. Les impôts indirects ont progressé un peu plus vite que le PIB, certains pays introduisant la TVA (Espagne, Portugal) ou des taxes sur l'énergie (Grèce). Les pays exportateurs d'énergie ont enregistré une baisse des produits fiscaux liés à l'énergie (Grande-Bretagne).

Le déficit des administrations publiques a été ramené de 5,1 à 4,9% du PIB en 1986 en dépit d'une aggravation en Grande-Bretagne et aux Pays-Bas. Déduction faite des intérêts bruts sur la dette publique, certains pays enregistrent des excédents (Allemagne, Royaume-Uni, Danemark, Portugal, Luxembourg).

Cependant, le ratio dette publique/PIB a progressé de 1,4 point en 1986 pour atteindre 58%, essentiellement du fait de l'Irlande, des Pays-Bas, de la Belgique, de l'Italie et de l'Espagne, c'est-à-dire que l'on assiste à une accentuation de la croissance de la dette publique dans les pays où elle est déjà élevée.

La part de la dette publique donnant lieu à émission de titres négociables continue d'augmenter. Si la durée de vie moyenne de la dette publique s'est allongée, la dette à court terme reste prépondérante dans certains pays, les risques de tensions monétaires engendrés lors des opérations de renouvellement y étant donc plus fréquents (l'Espagne est nommément citée dans le rapport). La part des emprunts à l'étranger s'est réduite (excepté en Irlande).

Prévisions et commentaires

Il est vraisemblable qu'il sera plus difficile de poursuivre en 1987 l'objectif de consolidation à moyen terme des finances publiques, c'est-à-dire réduire la part du secteur public ou du déficit public par rapport au PIB ou même de consolider la dette publique.

Les perspectives de croissance se sont assombries depuis l'automne 1986 et les programmes d'économies budgétaires s'avèrent plus limités. Dans certains pays, l'amélioration de la situation des finances publiques devra provenir d'une augmentation des impôts. En outre, le ratio dette publique/PIB continuera de croître, essentiellement dans les pays où il atteint déjà les niveaux les plus élevés (Italie, Espagne).

L'examen des données conduit à deux conclusions.

L'ajustement budgétaire, rendu plus facile par la conjoncture de 1986 s'avère donc en général insuffisant. En particulier, les mesures d'ajustement structurel nécessaires dans les pays où les niveaux élevés de déficit et de dette publics vont de pair seront plus difficile à prendre. La convergence des politiques budgétaires est en effet vitale pour la cohésion du SME; à défaut, on risque de recourir de façon exagérée à l'instrument des taux d'intérêt pour stabiliser les taux de change.

L'examen des finances publiques ne peut pas être totalement dissocié de la discussion sur les propositions de relâchement des finances publiques dans certains pays créditeurs. D'autre part, dans quelques pays, un certain degré de priorité va être donné à des réformes fiscales qui représentent des efforts structurels certainement utiles dans le très long terme. Ces deux éléments constituent des points d'interrogation sur lesquels les experts devront revenir.

M. Pego Marques exprime son appréciation pour le rapport qui est excellent; il apporte une précision pour éliminer un malentendu. A la page 2 de la note, il est dit que, au Portugal en 1986, la consommation publique a progressé davantage que le PIB nominal, alors que c'est en fait le contraire, comme dans la plupart des pays de la CEE. En revanche, la progression de la consommation privée a été très forte, 7%.

Le Président indique que le rapport n'ayant pas été examiné par les Suppléants, sa discussion pourrait être renvoyée à la prochaine séance du Comité. Il rappelle que, comme M. Raymond l'a indiqué, il ne s'agit pas formellement d'un rapport mais plutôt d'une mise à jour des statistiques. Toutefois, la présentation est suffisamment importante pour y revenir et la transmission du rapport aux Ministres pourrait être accompagnée de quelques

observations, par exemple sur l'évolution de la dette publique dans certains pays et ses implications importantes pour l'avenir.

V. Autres questions relevant de la compétence du Comité

Il n'y a pas eu d'autres questions.

VI. Date et lieu de la prochaine séance

La prochaine séance du Comité des Gouverneurs aura lieu à Bâle, le mardi 8 septembre 1987 à 10 heures.

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

JUIN 1987

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

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

En juin, les marchés des changes ont été essentiellement caractérisés par les développements suivants:

- une situation généralement plutôt calme avec seulement de faibles variations de cours;
- un raffermissement modéré du dollar, particulièrement à l'égard du yen;
- une stabilité au sein du SME.

Le dollar EU s'est redressé sur l'ensemble du mois, de nombreux opérateurs du marché ayant progressivement acquis la conviction que la monnaie américaine était entrée dans une période de stabilité à court terme. Le début du mois a été marqué par deux épisodes de pressions à la vente: à la suite de la déclaration inattendue que le Président Volcker n'effectuerait pas un troisième mandat, puis à l'issue du sommet de Venise. Ensuite, cependant, les opérateurs ont commencé à penser que les autorités monétaires étaient à présent résolues à maintenir des

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

zones-cibles pour le dollar. L'annonce d'une augmentation modeste des prix à la production en mai et d'une réduction du déficit commercial américain en avril a également contribué à renforcer l'idée qu'une pause dans la baisse du dollar pourrait être appropriée, tout au moins dans l'immédiat. Le dollar a clôturé le mois en hausse de plus de 2% par rapport au yen et de 0,5% environ vis-à-vis du deutsche mark et de la plupart des autres monnaies du SME.

Au sein du SME, les variations de coûts ont été faibles à l'exception d'un affaiblissement de la couronne danoise vers la fin du mois. Par suite de cet affaiblissement, la largeur de la bande de fluctuation étroite s'est réduite à moins de 1 1/4%.

Le deutsche mark s'est apprécié par rapport à la plupart des autres monnaies; sa valeur pondérée est passée de 171,4 (1972 = 100) à 171,8. Au sein du SME, il s'est raffermi vis-à-vis de toutes les monnaies participantes, à l'exception du florin néerlandais et de la livre irlandaise. Le rétrécissement de l'écart de taux d'intérêt entre le dollar EU et le deutsche mark a probablement contribué à atténuer l'affaiblissement de ce dernier par rapport au dollar et à affermir la monnaie allemande au sein du SME. Ce rétrécissement a été particulièrement marqué dans le compartiment à long terme. Ainsi, du fait de la légère augmentation des taux d'intérêt allemands et de la baisse plus sensible des taux américains, l'écart en faveur du dollar EU a été ramené d'environ 3% l'an dans les derniers jours de mai à quelque 2% fin juin pour les obligations du secteur public d'une échéance de 10 ans.

Un peu moins ferme dans les premiers jours du mois, le franc français a été bien orienté durant tout le reste de la période et a même quelque peu progressé au sein de la bande de fluctuation communautaire. Dans ce contexte favorable, la Banque de France a abaissé, le 29 juin, ses taux directeurs de 1/4%, décision qui a été suivie d'une baisse des taux à court terme sur le marché monétaire.

Le franc belge est pratiquement toujours resté au bas de la bande de fluctuation; sa situation sous-jacente est toutefois très ferme, ce qui a permis à la Banque Nationale de Belgique de réduire ses taux d'intérêt par étapes et de procéder à des rachats importants de devises.

Dans un marché calme, le florin néerlandais a affiché une tendance positive qui s'est traduite par une légère amélioration de sa position au sein de la bande et quelques interventions à l'achat de la part de la Nederlandsche Bank.

La couronne danoise est demeurée très forte au sein de la bande du SME durant la majeure partie du mois. Au cours des derniers jours, elle s'est affaiblie sensiblement à la suite d'un sondage sur les élections, qui doivent avoir lieu plus tard dans l'année, et en dépit du soutien apporté par les interventions de la Danmarks Nationalbank.

La livre irlandaise a été stable au sein de la bande du SME. Durant le mois, on a enregistré une offre nette de devises, de sorte que les interventions de la Central Bank of Ireland se sont soldées par des achats nets. Le 16 juin, la banque a réduit de 0,5% son taux d'avances à court terme, ramené ainsi à 11,25%.

La lire italienne a fluctué dans une fourchette étroite, à proximité du plancher de la bande étroite du SME. La Banca d'Italia est intervenue en vendant des montants substantiels de deutsche marks durant la première quinzaine, pour compenser les pressions à la baisse sur la lire suscitées par les incertitudes relatives aux élections de la mi-juin.

La livre sterling a évolué dans une fourchette relativement étroite. Du fait de l'imminence des élections générales, l'activité est demeurée assez faible sur le marché au cours de la première partie du mois, mais l'issue des élections a été largement anticipée et a donné lieu à certaines prises de bénéfice. L'indice de la livre pondéré en fonction des échanges commerciaux a clôturé le mois en baisse de 1/2%, à 72,3.

La drachme grecque s'est dépréciée de 1,2% par rapport au dollar EU et de 0,7% vis-à-vis de l'Ecu; elle a fléchi de 0,6% en termes effectifs.

La peseta espagnole a terminé le mois en dégageant une très faible appréciation de 0,2% vis-à-vis du dollar EU. Par rapport aux monnaies de la CEE, la peseta s'est renforcée de 0,9% en termes nominaux effectifs, ce qui traduit le volume important des entrées de capitaux au cours du mois de juin.

L'escudo portugais s'est déprécié de 0,5% en termes effectifs et s'est affaibli de 1,0% et de 0,4% respectivement vis-à-vis du dollar EU et de l'Ecu.

Le resserrement du marché monétaire, qui se produit habituellement durant le mois qui précède la fin du semestre, a d'abord provoqué une appréciation du franc suisse sur le marché des changes. Par la suite, le franc a de nouveau fléchi en raison de l'orientation souple de la

Banque Nationale Suisse. Sur une base pondérée en fonction des exportations, le taux du franc suisse s'est apprécié de 0,5%

Le schilling autrichien s'est affaibli de 0,5% par rapport au dollar EU; il a fluctué vis-à-vis de celui-ci durant le mois à l'intérieur d'une marge de 3%. A l'égard du deutsche mark, il n'a varié que de 0,05%.

La couronne norvégienne est demeurée forte et s'est même encore appréciée de plus d'un point en termes effectifs. Vers la fin du mois, des achats d'interventions de la banque centrale - les premiers depuis juillet 1986 - ont été nécessaires pour maintenir l'indice au-dessus de 109,5, qui constitue la limite inférieure de la bande du panier de monnaies. Tandis que les taux d'intérêt internes demeuraient à un niveau élevé, la couronne a continué à faire l'objet d'une forte demande sous l'effet de données économiques favorables et d'un vote de confiance envers le gouvernement actuel avant les vacances d'été.

La couronne suédoise s'est légèrement affaiblie durant le mois et son indice s'est élevé de 130,4 à 130,7. Mis à part une tendance à couvrir les emprunts à court terme de l'étranger avant la période des vacances, aucun facteur spécial n'a influencé l'évolution de la couronne.

Le mark finlandais est demeuré stable en termes effectifs aux alentours du niveau d'indice 103,0. On a constaté une diminution des entrées de capitaux à court terme, qui avaient contribué à la légère appréciation du mark durant les premiers mois de l'année.

Le dollar canadien s'est renforcé en juin vis-à-vis du dollar EU, clôturant le mois à \$EU 0.7508. La monnaie a bénéficié de la persistance d'écart de taux d'intérêt nettement positifs à court terme entre les instruments du marché monétaire canadien et américain, et ce dans le contexte d'un raffermissement du dollar EU vis-à-vis des autres grandes monnaies.

Le yen japonais s'est affaibli de 2% environ par rapport au dollar EU. Après s'être momentanément renforcé au début de juin, le yen a ensuite fléchi progressivement vers la fin du mois, traduisant les achats substantiels de dollars effectués par les investisseurs institutionnels japonais. Ces achats de dollars ont été suscités par les déclarations des autorités américaines et japonaises espérant une stabilisation des taux de change ainsi que par la diminution de l'excédent de la balance commerciale du Japon en mai. Vis-à-vis des grandes monnaies européennes, le yen a également perdu du terrain durant le mois, se dépréciant de 1,5% par rapport à l'Ecu.

II. INTERVENTIONS

A. Interventions en dollars EU

Les achats de dollars, qui s'étaient déjà réduits de manière spectaculaire le mois précédent, ont encore diminué de plus de moitié en juin. En termes nets, ils se sont établis à \$EU 4,3 milliards, au lieu de \$EU 10,3 milliards en mai. Les achats bruts se sont élevés à \$EU 5,3 milliards et les ventes brutes à \$EU 1,0 milliard.

Les principaux achats et ventes de dollars EU ont été effectués par le Banco de España.

B. Interventions en monnaies communautaires

Les interventions en monnaies communautaires ont consisté exclusivement en achats et ventes de deutsche marks à l'intérieur des marges. Les achats, pour l'équivalent de \$EU 2,1 milliards, ont pratiquement équilibré les ventes, qui ont atteint \$EU 2,2 milliards. Le principal acheteur de deutsche marks a été la Banque Nationale de Belgique, alors que les ventes les plus importantes ont été opérées par la Banca d'Italia.

C. Interventions en Ecus privés

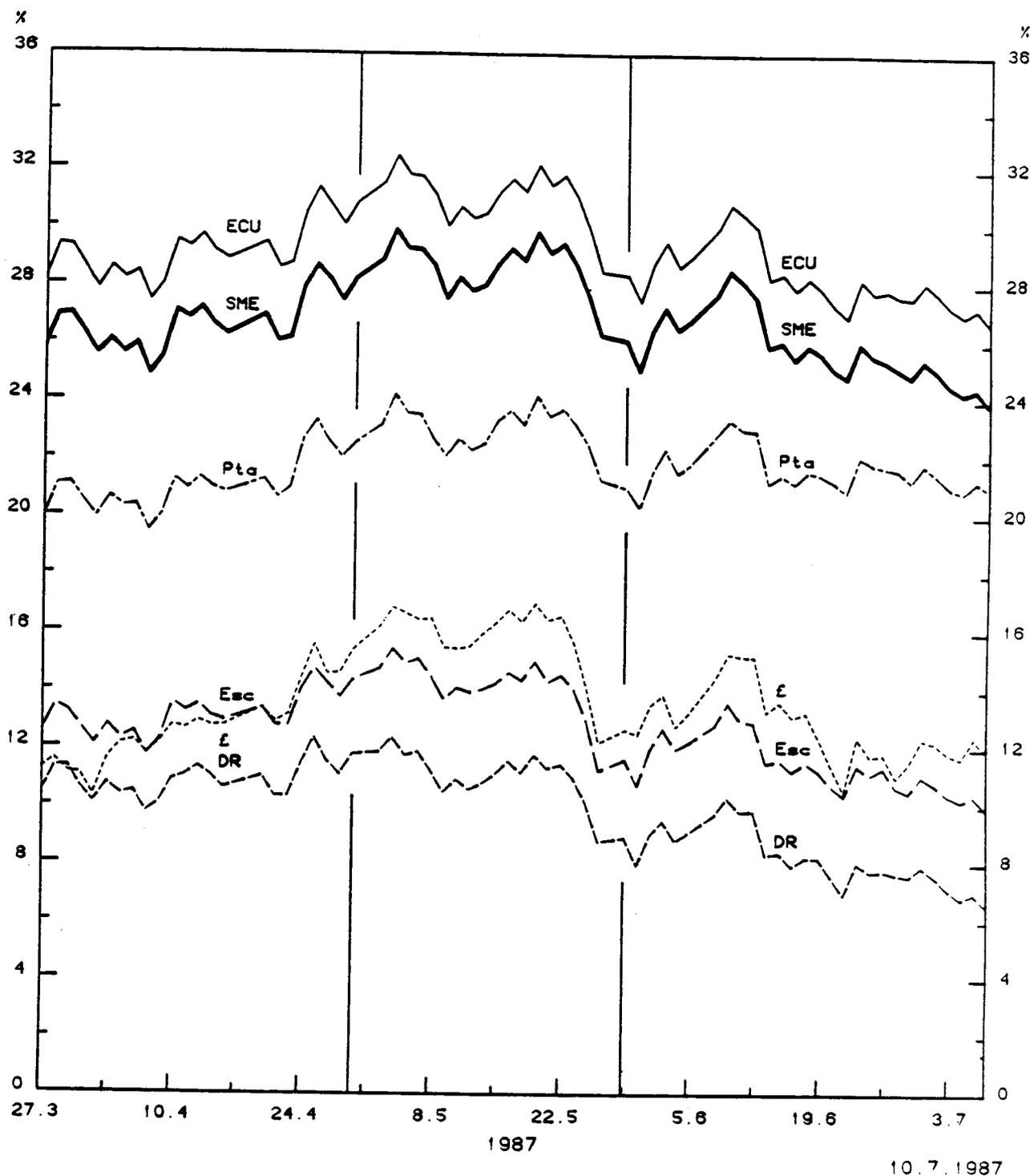
Les achats d'Ecus privés se sont élevés à l'équivalent de \$EU 0,2 milliard.

III. PREMIERS JOURS DE JUILLET

Début juillet, le dollar a continué de s'apprécier, en particulier par rapport au yen japonais. La tendance fondamentale positive du dollar s'explique par de nouveaux commentaires favorables de la presse sur l'économie américaine, spécialement en ce qui concerne les résultats récents du commerce extérieur.

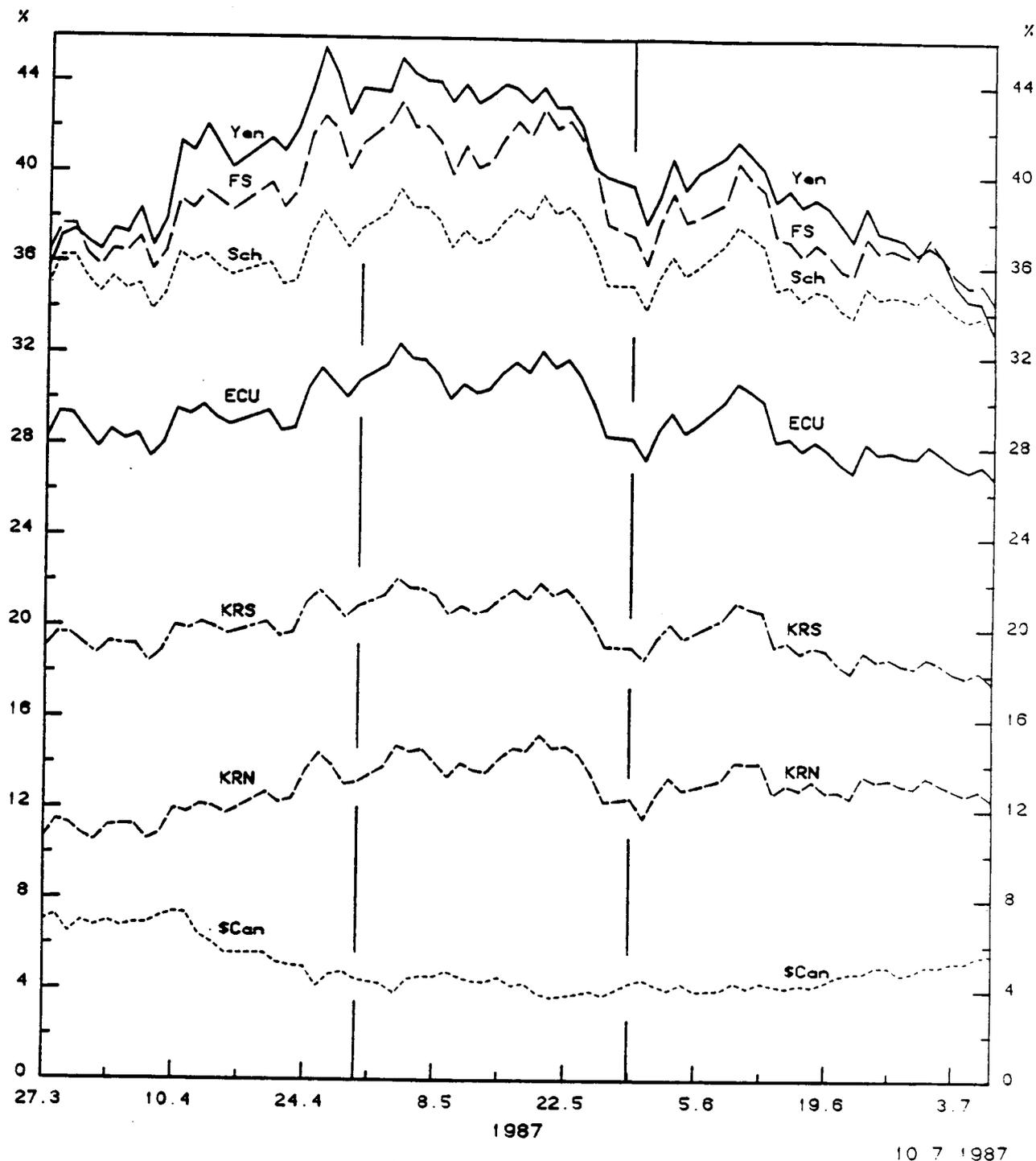
Au sein du SME, il n'y a eu que de faibles changements. La couronne danoise a encore perdu du terrain et le franc français est devenu la monnaie la plus forte du système.

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 *



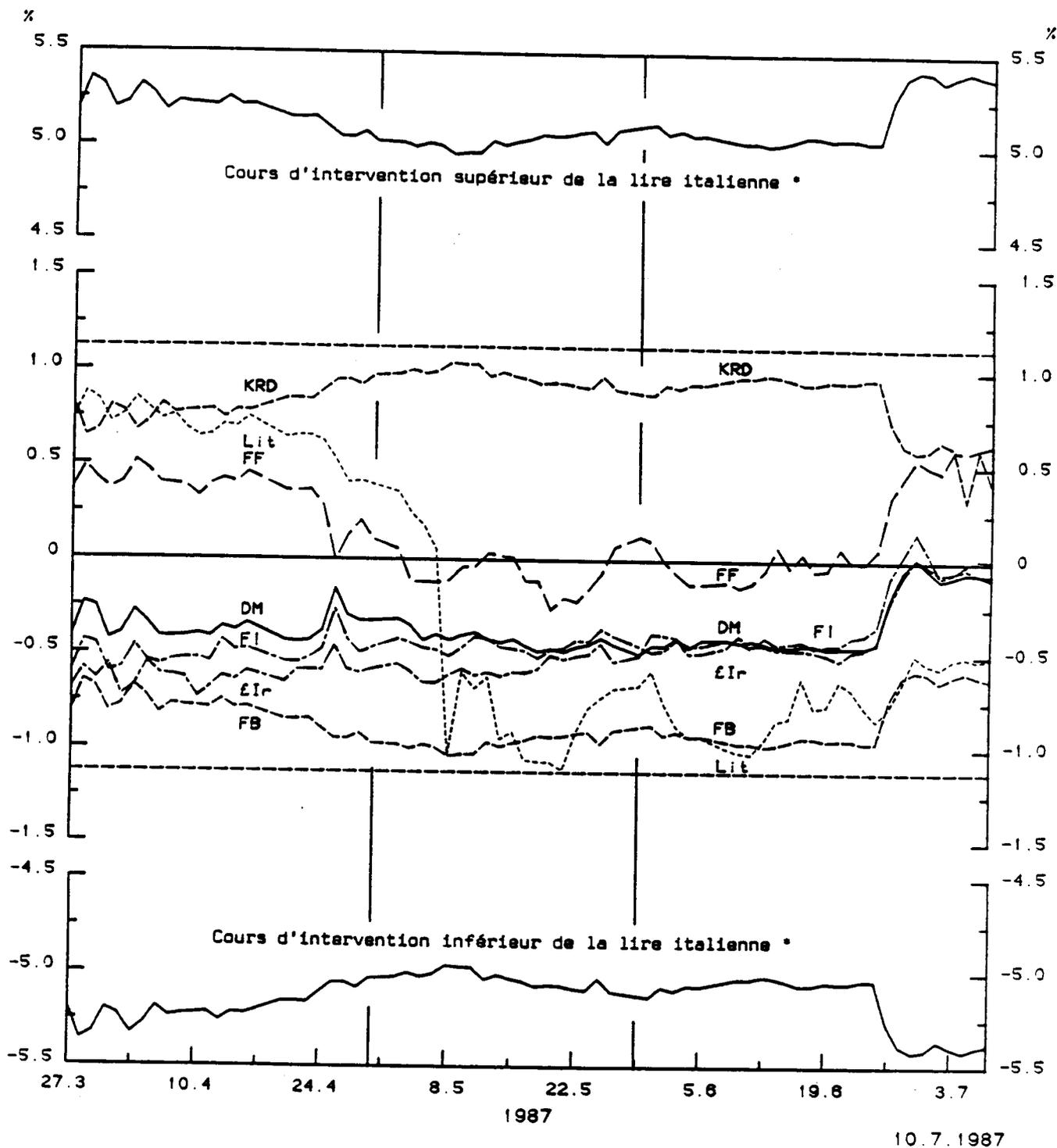
* Voir page suivante.

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



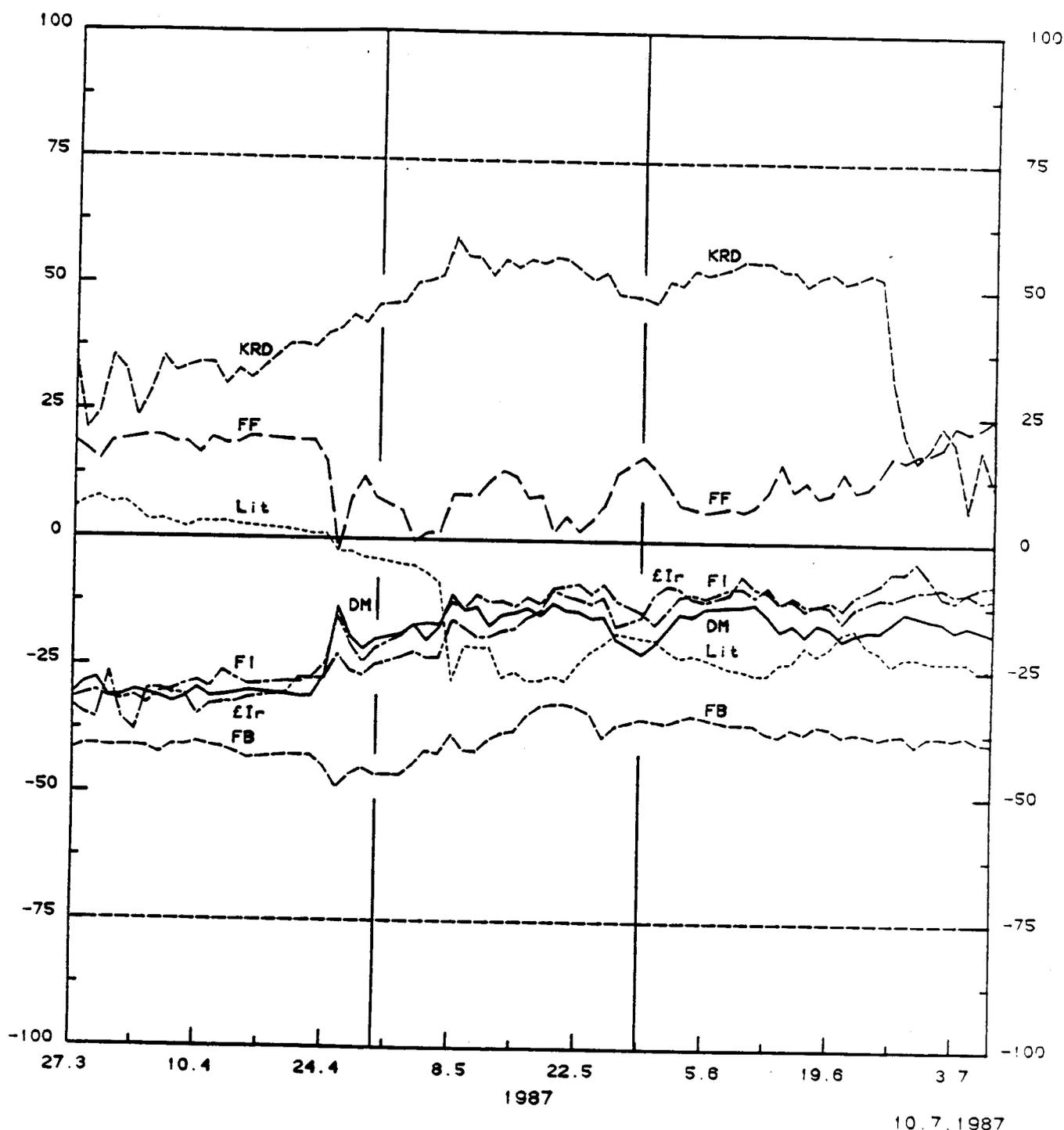
* ECU 1,12622; £ 0,6930; DR 147,7599; PTA 153,7503; ESC 158,4995;
\$Can 1,3975; FS 2,0725; Yen 200,7001; KRS 7,5650; KRN 7,5850;
Sch 17,2901; cours médian des monnaies participant au SME 1,11003. Le
cours médian des monnaies participant au SME représente la moyenne
journalière des cours des deux monnaies 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



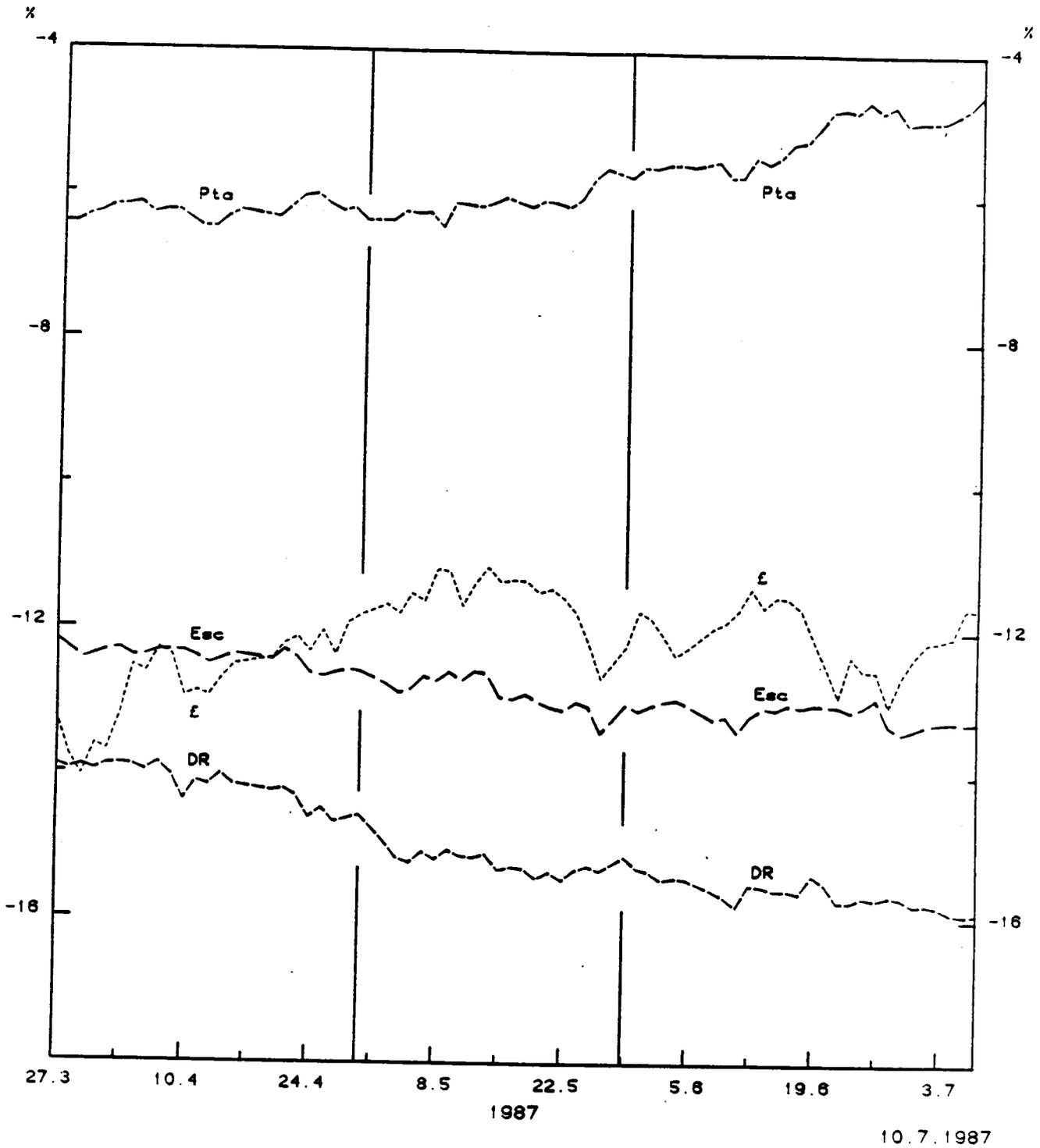
* Les cours d'interventions supérieur et inférieur de la lire italienne représentent l'écart maximal théorique par rapport à la monnaie la plus faible respectivement la plus forte dans la bande de fluctuation étroite de 2,25%.

EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE *



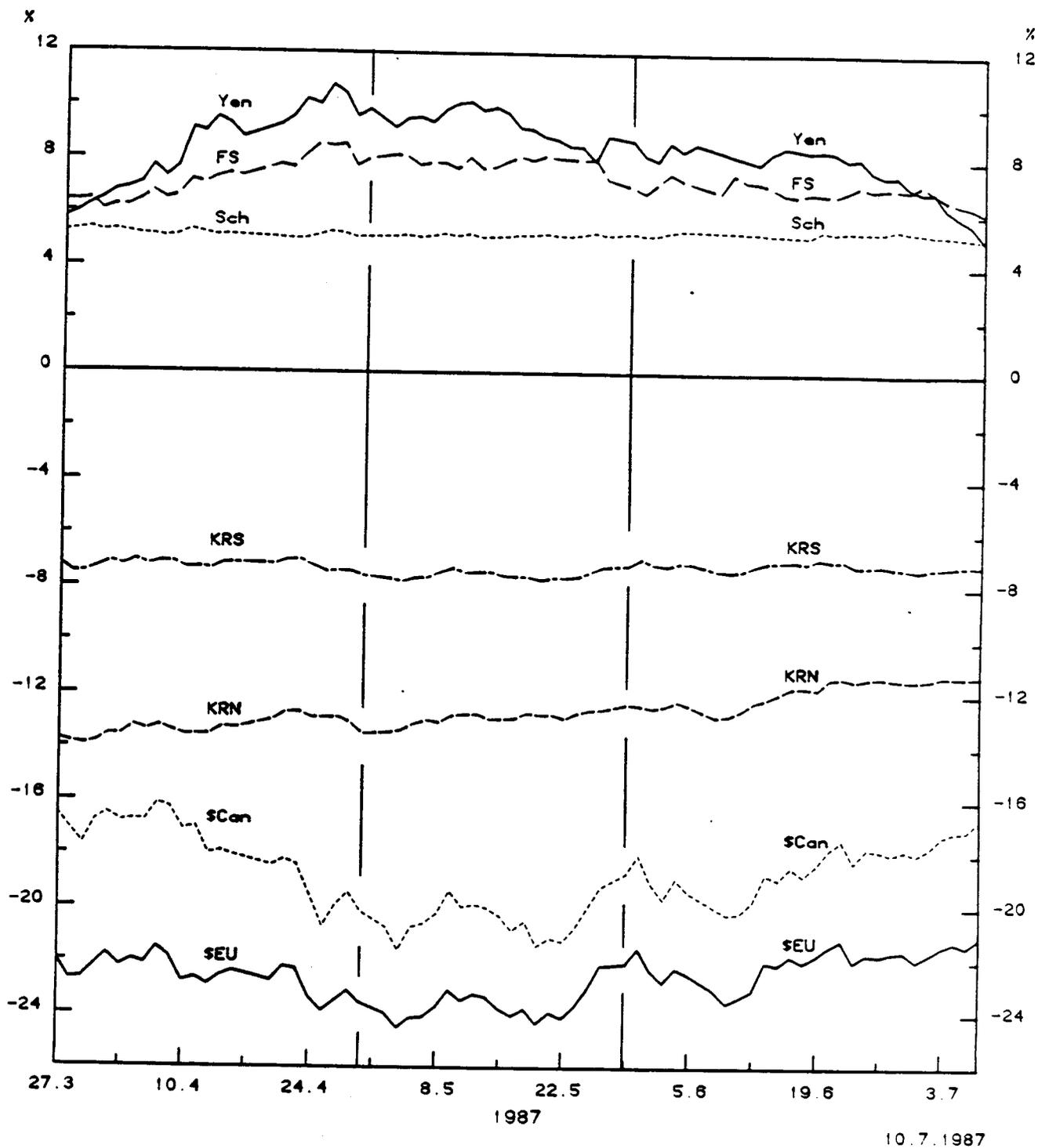
* L'indicateur de divergence a pour but de mesurer, sur une base comparable pour toutes les monnaies participant au mécanisme de change européen, la position d'une monnaie vis-à-vis de son cours-pivot ECU. L'écart maximal de divergence est le pourcentage maximal par lequel le cours de marché de l'ECU 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'ESCUDO 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.