

PROCES-VERBAL*

DE LA 209e SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS
DES BANQUES CENTRALES DES ETATS MEMBRES DE LA
COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE
TENUE A BALE, LE MARDI 11 NOVEMBRE 1986 A 10 HEURES

Sont présents: le Président de la Bank of England et Président du Comité, M. Leigh-Pemberton, accompagné par MM. Loehnis et Kirby; 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; le Président de la Deutsche Bundesbank, M. Pöhl, accompagné par MM. Gleske et Rieke; le Gouverneur de la Banque de Grèce, M. Chalikias, accompagné par MM. Papademos et Zarifopoulos; le Gouverneur du Banco de España, M. Rubio, accompagné par MM. Sánchez-Pedreño et Feito; le Gouverneur de la Banque de France, M. Camdessus, accompagné par MM. Waitzenegger et Cappanera; le Gouverneur de la Central Bank of Ireland, M. Ó Cofaigh, 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 Benard; le Gouverneur du Banco de Portugal, M. Tavares Moreira, accompagné par M. Pego Marques; le Directeur Général des Affaires économiques et financières de la Commission des Communautés européennes, M. Russo; le Secrétaire du Comité monétaire, M. Kees; le Directeur Général de l'Institut monétaire luxembourgeois, M. Jaans. Assistent en outre MM. Raymond et Dalgaard, Présidents de 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.

* Texte définitif, identique à celui du projet, approuvé lors de la séance du 9 décembre 1986.

I. Approbation du procès-verbal de la 208e séance

Sous réserve de quelques amendements de caractère rédactionnel qui seront insérés dans le texte définitif, le Comité approuve à l'unanimité le procès-verbal de la 208e séance.

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 des mois de septembre et d'octobre et des premiers jours de novembre 1986;
- Adoption par le Comité du rapport destiné aux Ministres des Finances des pays de la CEE;
- Série mensuelle de statistiques.

M. Dalgaard commente le rapport annexé au procès-verbal et souligne quelques éléments particuliers intervenus depuis le début de septembre.

M. Camdessus présente quelques réflexions que lui inspire l'accord nippo-américain. Cet accord constitue une opération médiatico-politique où les Japonais ont vendu le mieux possible aux Américains ce qu'ils étaient de toute façon décidés à faire pour des raisons internes et où, du côté américain, des préoccupations électorales se sont peut-être mélangées à des préoccupations économiques plus sérieuses. Cet accord pourrait, au fond, avoir peu d'importance mais il a le mérite d'appeler l'attention sur la relation entre le yen et l'Ecu. A Gleneagles, les pays de la CEE ont adopté une position réfléchie sur la relation entre l'Ecu, le deutsche mark et le dollar, et cela a été utile. En revanche, il n'y a pas de vue très claire sur la relation yen-Ecu. Par exemple, les Gouverneurs n'ont jamais discuté entre eux ce que devrait être leur réaction en fonction du niveau auquel la relation yen-dollar se consoliderait. Cette relation pourrait se fixer à un niveau convenable et utile à la stabilité de l'ensemble du système monétaire international, mais elle pourrait aussi s'établir à un niveau qui conduirait à déverser sur le marché européen les surplus commerciaux japonais. Une telle question mériterait une réflexion de la part des Gouverneurs et, sans qu'il y ait

urgence, on pourrait peut-être demander à M. Dalgaard de présenter quelques éléments à ce sujet.

M. Ó Cofaigh indique que la Central Bank of Ireland a permis aux banques commerciales d'augmenter leurs "prime lending rates" de 4%; cette mesure, de même que le relèvement de 3,25% du taux des facilités à court terme de la banque centrale, étaient destinées à défendre le nouveau cours de la livre irlandaise fixé au début d'août.

M. Pöhl revient sur l'intervention très intéressante de M. Cam-dessus et estime lui aussi qu'il faut suivre l'évolution du cours du yen. Il est évident que l'industrie japonaise essaie de compenser ses pertes de marché enregistrées aux Etats-Unis en entreprenant des actions en Europe. Ainsi, en Allemagne, les importations en provenance du Japon ont augmenté de 18% cette année, alors que les exportations vers ce pays se sont accrues de 10% et, au total, les importations représentent à peu près trois fois les exportations. L'Europe risque de se trouver prochainement dans une situation comparable à celle des Etats-Unis dans leur relation bilatérale avec le Japon. Il est donc opportun de s'assurer que le yen soit bien suivi dans sa relation avec l'Ecu ou telle ou telle monnaie importante composant le panier, et il serait souhaitable que le yen s'apprécie par rapport à la référence européenne. Or, après la pointe de l'été, le cours du yen s'est déprécié, de l'ordre de 7 à 8% au cours des dernières semaines. Il peut y avoir, en partie, une correction technique mais cette évolution dénote certainement une intention.

M. Pöhl trouve la politique américaine très mystérieuse. En effet, quel peut être l'intérêt des Etats-Unis pour une dépréciation du yen de près de 10% par rapport au dollar au cours des dernières semaines et pour une baisse des taux d'intérêt japonais, alors que le contraire devrait être souhaité par les Américains. On comprend le désir de renforcer la croissance de l'économie japonaise mais on comprend difficilement la consolidation, au moyen d'une opération médiatique, d'un niveau du yen en recul, et l'on se demande si la politique américaine a pour objectif un dollar plus fort ou plus faible, un yen plus fort ou plus faible. Que peut faire l'Europe pour influencer la relation yen-Ecu? On pourrait intervenir en yens, mais ce serait très difficile. Une réflexion dans ce domaine est certainement utile.

Le Président remercie MM. Camdessus et Pöhl d'avoir soulevé la question du yen et il invite M. Dalgaard à présenter, lors d'une séance prochaine, quelques réflexions et éventuellement des conseils; il constate que le Comité adopte le "rapport concertation" qui sera transmis, comme d'habitude, aux Ministres des Finances des pays de la CEE.

III. Examen des rapports préparés par le groupe d'experts présidé par M. Dalgaard:

- Rapport No 56 sur l'évolution récente de l'utilisation de l'Ecu privé;
- Rapport No 57 sur les problèmes soulevés par la suspension des séances officielles de cotation des changes dans les pays de la CEE;
- Rapport oral de M. Dalgaard sur la question de l'information lors de réalignements.

Le Président propose de traiter d'abord le Rapport No 57, ensuite le Rapport oral et, enfin, le Rapport No 56.

1. Rapport No 57

M. Dalgaard indique que le mandat donné aux experts se limitait à la question de savoir si les séances officielles de cotation des changes doivent être suspendues dès lors que les obligations d'intervention sont déjà suspendues. Les experts ont constaté que, dans le passé, des décisions de ce genre ont toujours été laissées à la compétence des organismes nationaux et ils ont estimé qu'il n'y avait pas lieu de changer d'attitude. En effet, la variété du cadre institutionnel des fixings est telle au sein de la Communauté qu'il ne serait pas possible de prendre des décisions générales et uniformes. Par ailleurs, il n'apparaît pas nécessaire de prévoir la suspension des séances officielles de cotation lorsque les obligations d'intervention sont suspendues. Une telle mesure peut s'avérer opportune ou même nécessaire selon les circonstances ou le cadre institutionnel mais elle resterait ponctuelle. Le groupe a donc conclu qu'il faudrait laisser chaque pays libre de décider dans ce domaine, tout en exhortant chacun à tenir compte des retombées éventuelles d'une action nationale sur les pays partenaires.

M. Dalgaard ajoute que l'étude confiée aux experts a donné l'occasion de mieux connaître les règles ou régimes nationaux concernant les fixings, ce qui a conduit le groupe à présenter une annexe montrant le détail de ces régimes et les différences sensibles entre les pays.

M. Loehnis indique que les Suppléants se sont félicités des informations rassemblées dans le Rapport No 57, notamment sur le cadre institutionnel, les procédures et le rôle des fixings; ils souscrivent aux conclusions du rapport et recommandent l'adoption de celui-ci ainsi que sa transmission au Comité monétaire.

M. Ciampi marque son accord avec les conclusions du Rapport No 57; il se demande cependant si les Gouverneurs ne devraient pas aller un peu plus loin et reconnaître que l'expérience du SME a montré la nécessité ou l'utilité, dans certaines circonstances, de suspendre les obligations d'intervention, ce qui peut entraîner la suspension des séances officielles de cotation mais sans qu'il y ait automatité ou lien obligatoire entre les deux. Il ne s'agit pas de prévoir un système officiel de "opting out", qui n'existe pas dans les règles du SME, mais de noter simplement la diversité des circonstances, des actions et des procédures possibles.

Le Président constate que le Comité adopte les conclusions du Rapport No 57 et qu'il est d'accord de transmettre ce document au Comité monétaire.

2. Rapport oral de M. Dalgaard sur la question de l'information lors de réalignements

a) Rapport de M. Dalgaard

Lors de la séance du 9 septembre 1986, le Comité des Gouverneurs a fait sienne la proposition des Suppléants de demander au groupe d'experts d'examiner la question de savoir à quel moment un pays devrait informer ses partenaires de sa décision de déclencher la procédure de réalignement.

Le groupe a examiné cette question au cours de sa réunion des 16 et 17 octobre 1986. Le résultat de cette discussion peut être résumé comme suit.

Bien que la demande soit directement liée au fait que certains pays ont été informés très tard, à l'occasion du réalignement d'août 1986, la question n'a pas pu être examinée de façon complète. Il n'est pas possible de donner une réponse définitive à cette question.

Le groupe a noté que les règles actuelles ont été fixées dans la Décision du Conseil du 21 avril 1980, une Note des Gouverneurs des banques centrales de la CEE, en date du 13 mai 1982, et un Mémorandum du Président du Comité monétaire du 4 octobre 1982. En ce qui concerne les délais de transmission des renseignements sur les réalignements, la règle la plus précise se trouve dans le Mémorandum du Président du Comité monétaire, qui indique que "l'information doit être transmise très rapidement: l'intention de modifier un cours pivot doit être communiquée au plus tard le vendredi à la clôture des marchés des changes". Ce terme "clôture du

sérieuses (interventions massives aux anciens taux, ou peut-être suspension précipitée des obligations d'intervention durant les heures habituelles de travail). Aussi, a-t-il été convenu qu'un pays n'est pas tenu d'informer les autres pays avant cette heure.

En revanche, le groupe est d'avis que, dans des conditions normales, il ne paraît pas justifié de retarder la transmission des informations aux autres pays au-delà de l'heure d'arrêt des obligations d'intervention. Les conséquences d'une fuite, après les heures d'intervention, seraient limitées. Il n'y aurait plus de transactions officielles à ce moment-là, et ce serait donc essentiellement une question d'égalité de traitement de tous les participants au marché. Normalement, s'il y avait une fuite on pourrait s'attendre que l'information soit disséminée rapidement à travers le marché, de sorte que l'inégalité serait de très courte durée.

Quelques experts continuent néanmoins à penser qu'il importe de protéger le secret de la procédure de réalignement, du fait que l'apparition de fuites avant la décision finale pourrait avoir des effets préjudiciables sur les résultats de la procédure. D'autres experts pensent que si les fuites sont considérées comme inévitables, le problème du traitement sur un pied d'égalité de tous les opérateurs du marché pourrait être résolu en informant, à une heure convenue, qu'une procédure de réalignement a été demandée.

Le groupe estime, en conclusion, que l'information doit normalement être fournie par le pays demandant le réalignement peu après l'arrêt des interventions officielles. Cette procédure donnerait, à toutes les parties concernées, un délai raisonnable pour se préparer elles-mêmes à la procédure de réalignement, les conséquences d'une fuite éventuelle étant alors relativement limitées.

b) Exposé de M. Loehnis

Les Suppléants ont discuté le rapport de M. Dalgaard en allant un peu plus loin que le mandat effectivement limité qui avait été donné aux experts.

Les Suppléants ont tout d'abord marqué leur accord avec la conclusion du rapport, à savoir que l'information concernant un réalignement doit normalement être fournie par le pays demandeur peu après l'arrêt des obligations officielles. Il est apparu que trois questions mériteraient peut-être d'être distinguées à la suite du réalignement d'août 1986.

La première question concerne la clarté des procédures fixées pour traiter les demandes de réalignement. En effet, le passage du Mémorandum d'octobre 1982 sur la clôture des marchés des changes n'est pas clair et, à ce propos, les experts proposent une conclusion que tous les Suppléants acceptent.

La deuxième question a trait au respect des procédures; en fait, elles n'ont pas été respectées dans tous les cas de réalignement pour plusieurs raisons, y inclus la dispersion de nombre de responsables, par exemple en période de vacances comme cela s'est produit au début d'août 1986. Les experts ont noté que le nouveau système de téléconférence des banques centrales devrait faciliter la communication des informations dans des cas semblables à l'avenir.

La troisième question porte sur la tenue effective d'une réunion du Comité monétaire dès qu'un réalignement est demandé. Les experts n'ont pas été invités à étudier ce sujet, les Suppléants non plus d'ailleurs, d'autant plus qu'ils ne sont pas les seuls compétents en la matière; ils ont toutefois reconnu qu'en principe une réunion du Comité monétaire devrait toujours avoir lieu, quelle que soit l'importance de la monnaie du pays demandeur d'un réalignement. Il peut y avoir cependant des circonstances où il est clair d'avance, consultation faite de tous les intéressés, que rien ne pourrait être gagné par une réunion effective du Comité monétaire. Le réalignement d'août 1986 a été reconnu comme un cas de ce genre, même si la manière dont il a été traité n'a pas été parfaite. Il a été noté à cet égard que si le nouveau réseau téléphonique donne satisfaction, il devrait être possible d'avoir une conférence qui permettrait de réunir le Comité monétaire à distance.

Enfin, les Suppléants:

- estiment qu'il ne faut pas changer la pratique actuelle qui consiste à ne pas informer, à une heure convenue, qu'une procédure de réalignement a été engagée;
- recommandent que le Rapport oral de M. Dalgaard soit transmis au Comité monétaire pour qu'il soit versé comme pièce au dossier des procédures de réalignement.

c) Discussion du Comité

M. Pöhl fait observer que l'utilisation, à l'avenir, du réseau de téléconférence pour tenir des réunions à distance du Comité monétaire ne

paraît guère possible, étant donné que les "Trésors" ne sont pas reliés au réseau et, en Allemagne, le gouvernement et la banque centrale ne sont pas installés dans la même ville. En revanche, le nouveau réseau, auquel les Gouverneurs seront raccordés, devrait être très utile pour les banques centrales et devrait permettre d'assurer entre les Gouverneurs une meilleure concertation et communication des informations. En tout état de cause, on ne doit pas abandonner le principe que les réalignements doivent être préalablement discutés au sein du Comité monétaire, sinon on court le risque que les ajustements de parités soient banalisés et deviennent des opérations unilatérales.

Le Président indique que l'absence de raccordement des Ministères des Finances au réseau de téléconférence n'empêcherait pas que des responsables de ces Ministères se déplacent vers les banques centrales pour participer à une discussion au téléphone. Une telle procédure pourrait être utile dans certains cas, mais il faut bien sûr tenir compte des situations nationales.

Le Président constate l'accord du Comité sur les recommandations avancées par M. Dalgaard et les Suppléants et sur la transmission du Rapport oral au Comité monétaire.

3. Rapport No 56 sur l'évolution récente de l'utilisation de l'Ecu privé

Le Président rappelle que le Comité avait invité le groupe d'experts présidé par M. Dalgaard à faire rapport au moins une fois par an sur l'utilisation de l'Ecu privé, et le Rapport No 56 représente le premier exercice de ce genre; il remercie M. Tavares Moreira d'avoir accueilli le groupe d'experts à Lisbonne pour sa dernière réunion de travail en octobre.

M. Dalgaard adresse également ses remerciements au Banco de Portugal pour l'excellent accueil et l'organisation parfaite de la réunion tenue à Lisbonne; il présente brièvement les principaux éléments du Rapport No 56 en précisant qu'il couvre la période allant du milieu de 1985 à l'automne 1986 et qu'il est accompagné de plusieurs annexes techniques.

M. Loehnis indique que les Suppléants ont examiné le rapport qu'ils trouvent intéressant et riche d'informations; ils sont d'accord que la raison principale du ralentissement de la croissance du marché de l'Ecu privé tient à l'instabilité du taux de change de l'Ecu vis-à-vis des

monnaies nationales, instabilité due entre autres à la faiblesse de la livre sterling et à trois réalignements dans le SME en treize mois. En fait, l'attrait de l'Ecu résulte de la stabilité des taux de change au sein du système plutôt que le contraire, et il s'en suit que la convergence économique apparaît comme un facteur décisif dans le développement futur de l'Ecu.

Qu'une pause soit intervenue après la très rapide expansion en 1984-85 semble assez naturel et beaucoup y voient une occasion de consolider les progrès passés et d'améliorer certaines procédures. Le nouveau système de compensation mis en place en octobre 1986 est un exemple. L'internationalisation croissante des opérations bancaires en Ecus et le fait que l'Ecu ait maintenu sa position relative dans l'ensemble du marché bancaire sont considérés comme des éléments positifs de l'évolution des douze derniers mois.

Dans la dernière phrase du rapport, les experts concluent que "l'évolution de l'Ecu en un véritable moyen d'échange international dépendra également de l'accroissement de son emploi dans le commerce international et de l'action des autorités pour améliorer son statut et élargir son utilisation". Cette conclusion a conduit certains Suppléants à recommander l'élimination des restrictions restantes sur l'utilisation de l'Ecu et des actions pour élargir l'usage de l'Ecu officiel et rapprocher les deux Ecus. Dans ce contexte, il a été noté que l'Ecu privé pourrait bénéficier de la participation de la livre sterling au mécanisme de change du SME.

Les Suppléants n'ont pas été surpris par le fait que les incidences de l'utilisation de l'Ecu privé sur la balance des paiements et les taux de change sont restées limitées durant une période où précisément cette utilisation ne s'est pas développée; ils estiment toutefois qu'il convient de rester vigilants dans ce domaine au cas où une expansion plus rapide reprendrait. Il a été également noté qu'une plus grande utilisation de l'Ecu privé comme monnaie d'intervention (utilisation qui est actuellement très limitée) pourrait avoir une incidence, particulièrement sur le taux de change des plus petites monnaies.

Les Suppléants ont abordé enfin deux questions de procédure:

- ils suggèrent que le mandat pour une revue annuelle soit confirmé;

- ils recommandent que le Rapport No 56 soit transmis au Comité monétaire selon la procédure habituelle qui permet aux banques centrales d'apporter des changements avant la transmission.

A cet égard, il est à rappeler que les données sur les transactions et les avoirs des banques centrales en Ecus privés, qui figurent dans les Tableaux 5.1 et 5.2 du Rapport No 56, avaient été enlevées du Rapport No 55 communiqué au Comité monétaire en décembre 1985.

Le Président constate que le Comité prend acte avec intérêt du Rapport No 56 et qu'il approuve les recommandations des Suppléants, à savoir:

- la confirmation du mandat pour une revue annuelle de l'utilisation de l'Ecu privé;
- la transmission au Comité monétaire du Rapport No 56, étant entendu que les Tableaux 5.1 et 5.2 seront supprimés et que des changements pourront être proposés par les banques centrales.

IV. Suivi de la Réunion informelle des Ministres des Finances à Gleneagles

M. Loehnis indique que les Suppléants ont travaillé hier sur la base de deux textes, le projet que le Secrétariat avait proposé en annexe de l'ordre du jour de la séance du Comité, et un projet présenté en réunion par M. Szász; ils se sont accordés finalement sur un troisième texte, combinant les deux projets, qui a été distribué et qui est recommandé aux Gouverneurs.

Le Président constate l'accord du Comité sur le mandat à donner au groupe d'experts présidé par M. Dalgaard tel qu'il est proposé par les Suppléants.

V. Proposition de Directive concernant les fonds propres des établissements de crédit

Le Président rappelle que les Gouverneurs avaient exprimé, en mars, leur préférence pour que la Commission agisse dans ce domaine en retenant la forme d'une Recommandation. La Commission a choisi la forme d'une Directive et le Président du Comité a exprimé ses regrets à l'égard

de ce choix dans une lettre adressée au Président Delors. Il est important que les Gouverneurs marquent leur intérêt pour l'action de la Commission visant à une définition commune des fonds propres des institutions de crédit. Le fait qu'il s'agisse d'une Directive, avec force de loi, qu'il faudra transposer dans les législations nationales, amènera les Gouverneurs à examiner de très près les textes et à être très minutieux sur le choix des éléments composant les fonds propres.

M. Loehnis indique que les Suppléants n'ont discuté que brièvement cette question. L'objectif général d'harmoniser la définition des fonds propres est accepté par tous mais des réserves ont été exprimées quant à la forme choisie, c'est-à-dire une Directive plutôt qu'une Recommandation, choix politique qui est maintenant définitif. Il a été observé, cependant, que si au moment d'un vote le soutien nécessaire pour une Directive n'est pas réuni, l'ensemble de la question devra être revue, éventuellement sous une autre forme.

M. Russo souligne que, comme M. Delors le précise dans sa lettre, la décision de la Commission n'a pas été prise à la légère et a fait l'objet de longues réflexions. Il a été tenu compte du fait que le Comité bancaire consultatif est parti de l'hypothèse d'une Recommandation. Mais la Commission estime que, depuis l'adoption de l'Acte unique de Luxembourg, la Communauté doit poursuivre un processus d'harmonisation entraînant des amendements des législations nationales. Le Conseil européen a, en effet, donné une impulsion nouvelle qu'il faut respecter et qui ne permet pas d'autres choix en la matière. En revanche, la Commission ne veut pas faire exclusivement usage de la Directive et il est certain que, pour d'autres questions, elle est prête à ne pas négliger l'instrument de la Recommandation.

M. Duisenberg partage entièrement les regrets que le Président a déjà adressés à M. Delors quant au choix de la Commission; il sait que le Président a tout fait pour empêcher ce choix et lui-même, à Ootmarsum, a plaidé auprès de M. Delors le maintien d'une Recommandation. Même si M. Russo a assuré qu'il ne sera pas fait exclusivement usage de la forme de la Directive, la Commission s'engage sur une voie dangereuse. En effet, si l'on ne sait pas clairement la forme qui sera en définitive choisie, les banques centrales seront, à l'avenir, beaucoup plus méfiantes et réticentes dans le travail préparatoire.

M. Ó Cofaigh exprime également ses préoccupations quant au choix de la Commission et partage les regrets transmis par le Président du Comité à M. Delors. Le Comité consultatif, qui représente les autorités de contrôle des banques, y compris selon les pays les banques centrales, était d'accord pour le programme d'harmonisation proposé par la Commission, étant entendu qu'il s'agirait d'une Recommandation. Même s'il est dit que cette dernière forme sera retenue, pour d'autres domaines (par exemple ratios de solvabilité), il est important de souligner notamment le fait qu'une Directive, parce qu'elle exige des amendements législatifs, s'accorde mal avec l'approche pragmatique familière aux banques centrales.

Le Président est conscient de la situation difficile dans laquelle la Commission s'est trouvée; toutefois, la procédure d'une Directive est tellement plus lourde que le risque existe qu'au bout du compte aucune mesure ne soit prise faute peut-être de la majorité nécessaire. En revanche, une Recommandation moins parfaite mais plus flexible peut, malgré tout, apporter des progrès significatifs dans le contexte international.

M. Godeaux souhaiterait avoir une indication sur l'ordre des travaux et le calendrier concernant le projet de Directive. En effet, celui-ci requiert un examen technique très approfondi et très sérieux, et implique des adaptations des législations nationales; tout cela est complexe et exige du temps.

M. Camdessus considère que le Comité devrait se pencher davantage sur la substance des choses que sur les véhicules institutionnels. S'agissant de ces derniers, il y a certainement des avantages et des inconvénients dans les deux instruments possibles, la Directive ou la Recommandation, et ce n'est pas au Comité à se prononcer entre les deux. En ce qui concerne la substance de la question des fonds propres des institutions de crédit, M. Camdessus souhaiterait que le Comité dispose d'un peu plus de temps pour en parler et il exprime son accord général avec le contenu du projet de Directive.

M. Russo indique qu'il ne connaît pas le calendrier exact prévu pour l'examen du projet de Directive; il ajoute qu'il ne manquera pas de transmettre les préoccupations exprimées par les Gouverneurs et notamment le souci de pouvoir disposer d'un temps suffisant pour cet examen.

VI. Examen du Rapport spécial, préparé par le groupe d'experts présidé par M. Raymond, sur les conséquences du déclin progressif de l'utilisation de contrôles directs en faveur d'instrument indirects de politique monétaire

Le Président indique qu'en raison d'une réunion très chargée, les Suppléants n'ont pas été en mesure d'examiner le Rapport spécial préparé par le groupe d'experts présidé par M. Raymond; il propose que les Gouverneurs discutent néanmoins ce document après avoir entendu la présentation de M. Raymond.

A. Exposé de M. Raymond

Dans son Rapport No 28, présenté au Comité des Gouverneurs à la séance de mai dernier, le groupe d'experts avait souligné le dépérissement progressif des instruments directs de la politique monétaire et l'extension des mécanismes de marché dans la Communauté. Il avait porté sur cette évolution un jugement positif. Les Gouverneurs l'ont alors invité à analyser de façon plus précise différents aspects de cette question. Tel est l'objet du Rapport spécial distribué en vue de cette séance et dans lequel les experts se sont efforcés de clarifier les faits et les concepts, de lever des ambiguïtés ou des illusions et cela, je l'espère, sans esprit de partisan.

On oppose entre eux les instruments indirects et directs. Les premiers mettent en oeuvre le monopole de création et destruction de monnaie centrale de la banque centrale; les impulsions que celle-ci donne au taux d'intérêt du marché monétaire se transmettent ensuite librement à l'ensemble des marchés et de l'économie.

A l'inverse, la banque centrale peut réglementer directement les relations commerciales des banques avec leurs clients en imposant des plafonds au prix et/ou au volume de crédit ou de monnaie. Cela peut entraîner un rationnement lorsque le système financier forme un ensemble clos, ce qui implique que l'on interdise les entrées de capitaux par des mesures de contrôle des changes et qu'il n'existe ni marché de bons, ni "near-banks" (institutions financières proches des banques mais extérieures à la réglementation bancaire).

Dans des situations intermédiaires, les plafonds de crédit sont utilisés pour rejeter simplement une partie des financements de l'économie soit vers le marché obligataire, soit vers les marchés extérieurs.

A l'origine, les instruments directs ont été adoptés en raison de la précision et de la rapidité de leurs effets, ou afin d'éviter un relèvement des taux d'intérêt internes et spécialement du coût du crédit. Avec le temps, l'efficacité des instruments directs s'atténue, alors qu'augmentent leur complexité et leurs effets pervers en termes d'allocation des ressources. Enfin, l'innovation financière a privé ces instruments réglementaires d'une partie de leurs effets, voire les rend illusoires, si bien que leur abandon est souvent plutôt le résultat d'une nécessité que d'un choix,

C'est pourquoi, si, aujourd'hui, tous les degrés de restriction administrative se rencontrent encore dans les pays de la Communauté, un glissement quasi général s'opère vers l'utilisation plus large, là où elle n'est pas encore exclusive, des instruments indirects de marché et plus particulièrement des techniques d'open-market.

Les experts ont estimé que l'abondance des titres de la dette publique et la variété des techniques utilisables rendent l'open-market policy très généralement possible dans les pays membres. La substitution de celle-ci à des réglementations ne saurait affecter le niveau moyen des taux d'intérêt que dans les pays où les effets de rationnement sont effectifs, ce qui n'est plus le cas le plus fréquent dans la Communauté. En revanche, cette substitution de l'open-market policy aux réglementations au plafonnement, peut provoquer une modification de la courbe des rendements dans la mesure où la banque centrale agit essentiellement, ou exclusivement, par ses interventions, sur les taux d'intérêt à court terme. Il peut en résulter des inversions temporaires de l'échelle habituelle des taux d'intérêt.

Il faut enfin s'attendre à une plus grande variabilité du taux du marché monétaire s'il devient l'instrument exclusif de régulation interne. Cela peut compliquer la gestion quotidienne du marché des changes, en particulier au regard des règles relatives aux marges étroites de fluctuation. Cette difficulté sera accrue par l'absence de contrôle des changes. Elle sera, en revanche, réduite par l'existence d'une meilleure convergence,

condition nécessaire pour que les conflits entre objectifs internes et externes demeurent temporaires et techniques.

Le rétablissement d'un encadrement du crédit est rarement envisagé dans les pays membres de la CEE pour faire face à une situation de conflits temporaires et techniques. Plusieurs pays membres retiennent cette éventualité pour des cas d'extrême urgence où, à la fois, le taux de change et les indicateurs internes se détériorent si rapidement qu'une action immédiate est rendue indispensable. Encore ce rétablissement implique-t-il qu'il n'existe pas de financements internes de substitution (par le recours aux "near-banks" ou à un marché du "commercial paper") ou qu'on puisse mettre obstacle en réglementant les "near-banks" ou en réglementant les marchés internes, et que l'on établisse un minimum de règles de contrôle des changes.

Dans l'ensemble, le groupe a confirmé, néanmoins, que les instruments indirects de marché correspondaient mieux que les autres à la situation vers laquelle tendent les économies européennes.

B. Discussion du Comité

Le Président remercie M. Raymond et les experts pour le rapport qui a le mérite en particulier de distinguer clairement les instruments indirects du marché et les réglementations directes et d'en présenter les avantages et les inconvénients respectifs. Au Royaume-Uni, les instruments indirects sont pratiquement les seuls en usage, les réglementations directes s'étant avérées inefficaces, surtout après la suppression du contrôle des changes. Les instruments indirects ne permettent peut-être pas toujours de maîtriser l'évolution de la monnaie et du crédit; toutefois, les taux d'intérêt à court terme, qui représentent le moyen d'action principal, ont une efficacité certaine, au prix parfois d'une plus grande instabilité des taux.

M. Duisenberg indique que le rapport apporte un éclairage très instructif sur la réalité actuelle, et montre que, pour orienter les économies, on doit souvent recourir à un mélange d'instruments de marché et de réglementations administratives. Dans un pays comme les Pays-Bas, doté d'une économie ouverte et relativement petite, avec simultanément un excédent courant élevé et un déficit du secteur public considérable, la situation

est difficile et conflictuelle entre l'objectif essentiel, à savoir le cours de change, et l'objectif interne de stabilité. Pour résoudre ce conflit, les formules pragmatiques sont préférées aux formules dogmatiques et il est envisagé de remplacer le système de plafonds de crédit qui est en place, mais pas en application, par des moyens plus indirects. Toutefois, tant qu'il existe des incertitudes sur les formules de remplacement satisfaisantes, les plafonds de crédit et les contrôles complémentaires sur les emprunts des résidents néerlandais à l'extérieur seront conservés, même s'ils ne sont pas opératoires actuellement. Il est important en effet de pouvoir appliquer à nouveau ces instruments si la nécessité s'en faisait sentir, et cela d'autant plus que le contrôle monétaire par les seuls moyens indirects ne semble pas pouvoir être aussi efficace que ce qui est nécessaire. L'adoption d'instruments indirects serait rendue plus facile à l'avenir si le déficit public néerlandais se réduit et si la convergence au sein de la Communauté s'améliore encore davantage. De toute manière, la Nederlandsche Bank est décidée à rester pragmatique dans ce domaine même si elle envisage d'avoir, à l'égard de la mode actuelle en faveur des instruments indirects, la même réserve qu'elle a eue il y a quelques années à l'égard de la mode des objectifs monétaires quantitatifs.

M. Ciampi indique que l'expérience italienne a été semblable à celle du Royaume-Uni. Pour passer aux instruments indirects, il a fallu d'abord créer un véritable marché monétaire, tâche qui a commencé vers 1975 et a été menée à terme et, ensuite, doter la banque centrale d'une plus grande autonomie par rapport au Trésor, ce qui a été obtenu au début des années 1980. La Banca d'Italia a pu ainsi fonder ses actions sur des instruments indirects, notamment l'open-market, et abolir les plafonds de crédit qui avaient été appliqués pendant dix ans. La remise en vigueur d'instruments directs n'est acceptable que lorsqu'il y a urgence, dans des circonstances particulières. C'est précisément ce qui a été fait en Italie, fin 1985-début 1986, avec la réintroduction des plafonds de crédit pendant cinq mois et demi, pour redresser une situation dangereuse sur le marché monétaire et le marché des changes.

Le point crucial du rapport est constitué par l'analyse des conflits entre les politiques monétaires orientées vers l'intérieur et les objectifs de taux de change, en particulier les engagements au sein

du SME. Les mouvements de capitaux sont la forme sous laquelle se manifestent, de la manière la plus évidente, ces conflits. Même aujourd'hui, ces mouvements peuvent influencer considérablement la politique monétaire, et leur libération, bien que nécessaire, pourrait créer de nouveaux problèmes. Comme le rapport le signale, la solution que les autorités monétaires ont adoptée jusqu'ici consistait à utiliser, de manière souple, les objectifs quantitatifs internes, tout en donnant plus de poids à l'engagement de taux de change. Une telle attitude est correcte mais elle ne suffit pas et un problème de fond reste.

En principe, la définition d'une politique monétaire pour un groupe de pays liés par des engagements de taux de change implique non seulement la fixation de parités convenables mais aussi l'établissement de la politique monétaire du système tout entier. Dans le SME, un système relativement efficace a été développé au fil des ans pour fixer les parités lors de réalignements. La procédure de définition d'une orientation monétaire commune est beaucoup plus rudimentaire. En fait, c'est comme si un pays "dominant" choisissait une politique monétaire orientée vers l'intérieur, qui se propose aux autres pays participants à travers les arrangements de taux de change. Ce déséquilibre entre ces deux types de procédure est paradoxalement aggravé par l'amélioration des résultats des économies européennes et la convergence accrue. Jusqu'ici, pour maîtriser l'inflation, il suffisait d'accepter, comme référence, la politique monétaire du pays enregistrant les meilleurs résultats. La lutte contre l'inflation demeure une tâche fondamentale et, dans certains pays, comme l'Italie, du chemin reste à parcourir avant de restaurer la stabilité des prix. Toutefois, la lutte contre l'inflation ne fournit plus cette urgence autour de laquelle pourrait être mobilisée la politique monétaire de la Communauté avec un minimum de discussion et de procédures formelles. Le résultat est que, confrontées à des mouvements de capitaux massifs qui affectent gravement la conduite de la politique monétaire, les autorités n'ont pas de mécanismes efficaces pour formuler une réponse commune et adéquate. Or, ce problème risque de devenir de plus en plus sérieux à l'avenir.

M. Camdessus indique tout d'abord que la déclaration de M. Ciampi mérite une réflexion plus profonde qui pourrait être menée lors d'une prochaine séance. Le passage des instruments directs aux instrument indirects

a été fait en France avec prudence et après avoir pris le temps de l'expérience de deux années au cours desquelles l'encadrement du crédit n'a été gardé que comme un filet de sécurité. En réalité, en 1986, la politique monétaire n'a reposé pratiquement que sur le jeu des méthodes indirectes (taux d'intérêt et variations des réserves obligatoires) et, à compter du 1er janvier 1987, l'encadrement du crédit, vieux de 13 ou 14 ans, va définitivement disparaître. Au cours de ce processus, trois problèmes ont surgi. Le premier était de rendre aussi efficace que possible le marché monétaire ou marché interbancaire; les méthodes utilisées étant anciennes, des décisions en vue de les moderniser entreront en vigueur le 1er décembre 1986 (un document distribué en séance expose les nouvelles mesures).

Le deuxième problème était celui du support du marché monétaire. Dans la plupart des pays, il existe une forte préférence, parfois une exclusivité, pour les Bons du Trésor. L'idée d'un marché monétaire ne fonctionnant qu'avec ces instruments suscitait évidemment une sympathie à Paris, mais on peut imaginer un très bon fonctionnement de l'économie avec une dette publique réduite au strict minimum, comme cela était le cas en France à la fin des années 1960 et au début des années 1970. La Banque de France a pu faire prévaloir l'idée d'un marché interbancaire fonctionnant sur des titres publics et des titres privés, et elle a organisé soigneusement l'égalité de traitement entre les deux, ce qui n'a pas été sans quelques difficultés.

Le troisième problème - peut-être le plus délicat - tient à l'articulation entre l'action monétaire indirecte et le démantèlement du contrôle des changes. La suppression complète de celui-ci est dans le prolongement des mesures de libération déjà prises, mais il faut distinguer entre l'objectif à moyen terme et la nécessaire prudence du court terme. Ainsi, un nouveau paquet important de libération sera introduit dans quelques semaines, tout en maintenant un minimum de règles qui apparaissent nécessaires dans l'immédiat. Ces règles concernent le maintien d'un certain contrôle des prêts en francs aux non-résidents et, pour des raisons plus traditionnelles, l'interdiction, pour les résidents, de détenir des comptes bancaires à l'étranger. Au total, il devrait y avoir une suffisante cohérence, en tout cas dans le court terme, entre la libération du marché monétaire, le recours aux méthodes indirectes de contrôle monétaire et l'état actuel de libération du contrôle des changes.

M. Pöhl juge le rapport des experts excellent et indique que sa contribution au débat est limitée par le fait que le problème du choix entre instruments directs et indirects ne se pose pas en Allemagne depuis près de 30 ans, étant donné que la loi de la Bundesbank de 1957 interdit expressément les contrôles administratifs directs. Les méthodes indirectes, qui sont donc les seules utilisées, n'ont pas démerité et ont été efficaces même dans des conditions souvent difficiles en raison de contraintes externes. L'absence de contrôles directs fait que certaines innovations financières ne sont pas apparues en Allemagne.

M. Pöhl se félicite du mouvement d'intégration, ou au moins de convergence, qui se développe de façon très appréciable en Europe en matière de marché financier. La discussion sur les objectifs monétaires et sur les méthodes de politique monétaire montre qu'il y a également, depuis plusieurs années, un rapprochement sensible entre les pays. Une telle évolution ne peut que plaire à ceux qui souhaitent, pour la Communauté, un marché des capitaux interne sans contrôle et restrictions; elle est aussi très positive en ce sens que l'allocation des ressources obéira de plus en plus à des critères plus normaux et plus économiques. A cet égard, il convient de rendre hommage aux initiatives récentes de la Commission en matière de libération des mouvements de capitaux.

M. Pöhl comprend la prudence de M. Duisenberg qui veut conserver la possibilité d'utiliser des instruments éprouvés et bien connus. Il est clair que tôt ou tard les banques centrales seront conduites à mener à nouveau une politique plus restrictive et alors un dilemme ou une interrogation se représentera, notamment pour les hommes politiques, à savoir: faut-il accepter les conséquences désagréables d'une hausse des taux d'intérêt ou bien doit-on revenir à des contrôles directs, ce qui est la solution de facilité, mais en apparence seulement, car elle repousse les problèmes.

M. Russo exprime son appréciation pour le rapport très intéressant des experts et comprend que l'on ait des jugements différents sur l'opportunité de maintenir des contrôles directs et sur la possibilité de les utiliser. Une telle utilisation devrait être l'exception, en cas d'urgence, et pas la règle. Il est évident d'ailleurs qu'avec la libération croissante des mouvements de capitaux, les anciennes méthodes sont moins utiles et peu de choix est laissé pour l'avenir. Les remarques de M. Ciampi sont très

importantes. La convergence s'est effectivement améliorée, les pays ont accepté de s'aligner ou de se rapprocher du taux d'inflation le plus bas et ont ainsi obtenu, en matière de désinflation, des résultats sans précédent depuis longtemps et sans que cela produise des tensions insoutenables. Toutefois, même si la stabilité est atteinte de façon durable, des problèmes ou des conflits ne sont pas exclus à l'avenir, notamment dans les pays où le déficit et la dette du secteur public sont élevés. Les problèmes déborderont la simple grille de parités du SME et se poseront également avec beaucoup d'acuité dans les relations avec le dollar et le yen. La libération, souhaitée et opportune, des mouvements de capitaux devrait être complétée par une coordination accrue des politiques monétaires. Des études sont à lancer dans ce domaine, la Commission s'y emploiera avec, elle l'espère, la contribution précieuse des banques centrales.

Le Président clôt le débat en constatant que le rapport des experts a suscité une discussion intéressante et que l'on peut s'attendre à de nouvelles discussions à l'avenir sur l'évolution des méthodes de contrôle monétaire et les progrès vers une convergence.

VII. Autres questions relevant de la compétence du Comité

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

VIII. Date et lieu de la prochaine séance

La prochaine séance aura lieu à Bâle, le mardi 9 décembre 1986 à partir de 10 heures.

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

SEPTEMBRE ET OCTOBRE 1986

Le présent rapport retrace l'évolution, durant les mois de septembre, d'octobre et les premiers jours de novembre, du marché des changes et des interventions effectuées par les banques centrales participant à la concertation*.

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

En septembre et octobre, les marchés des changes ont été essentiellement caractérisés par les développements suivants:

- continuation des fluctuations du dollar EU, se soldant, au total, par une amélioration vis-à-vis de la plupart des monnaies, attribuable en partie à des actions concertées de plusieurs banques centrales et à des achats d'ordre d'investisseurs japonais;
- nouvel accès de faiblesse de la livre sterling;
- net repli du yen;
- au sein du Système monétaire européen, tensions occasionnelles mais nette diminution de l'écart entre les monnaies extrêmes.

La tendance à la baisse du dollar EU s'est interrompue en septembre et octobre. A la fin de la période, les taux de change de la monnaie américaine se trouvaient légèrement plus élevés par rapport à la plupart des

* Banques centrales de la CEE, de Norvège, de Suède, de Suisse, du Japon, du Canada et des Etats-Unis.

monnaies d'Europe continentale et s'inscrivaient en hausse de quelque 5% vis-à-vis du yen japonais et de la livre sterling. Au début de septembre, le dollar a bénéficié pendant quelque temps du soutien apporté par les taux d'intérêt aux Etats-Unis et du sentiment croissant d'une reprise de l'activité économique américaine. Il a vite recommencé à fléchir, mais ce mouvement a été limité en raison de la prudence accrue des opérateurs quant aux interventions de soutien du dollar à la suite de la réunion des Ministres des Finances de la Communauté européenne à Gleneagles. Fin octobre, la monnaie américaine a amorcé un nouveau redressement, qui a été accéléré par des achats de dollars de la part des investisseurs institutionnels japonais et des investisseurs étrangers au Japon. Ces acquisitions de dollars se sont produites à un moment où les statistiques sur l'activité commençaient à paraître plus favorables à une reprise de la croissance de l'économie américaine. Le dollar s'est trouvé également conforté par l'annonce d'un déficit commercial des Etats-Unis moins élevé que prévu en septembre, par une baisse du taux d'escompte de la Banque du Japon et par la conclusion d'un accord en matière de politique économique entre le Secrétaire américain au Trésor, M. Baker, et le Ministre des Finances japonais, M. Miyazawa.

Le SME a été soumis, passagèrement, à de fortes tensions, en liaison avec des anticipations d'un réalignement au sein du SME. Ces tensions ont été observées durant la seconde quinzaine de septembre et ont conduit plusieurs banques centrales à procéder à d'importantes interventions intramarginales à la vente et, dans certains cas, à des interventions à la limite. Par la suite, la situation est redevenue plus calme. A deux mois d'intervalle, l'écart entre les monnaies extrêmes s'est réduit de près de 1/2%.

Le deutsche mark s'est notablement raffermi, dans un premier temps, par rapport à presque toutes les monnaies cotées officiellement à Francfort. En septembre, il a atteint, à plusieurs reprises, sa limite d'intervention supérieure à l'égard de la couronne danoise. Vis-à-vis du dollar, il s'est particulièrement renforcé en octobre, enregistrant parfois des cotations inférieures à DM 2.00. La Deutsche Bundesbank s'est opposée à cette évolution par des achats de dollars, en partie dans le cadre d'opérations concertées avec d'autres banques centrales. Un net renversement de tendance s'est ensuite produit fin octobre. Le dollar a de nouveau dépassé le cours de DM 2.00 et, à la fin de la période sous revue, il se situait pratiquement au même niveau que fin août. Dans le même temps, les autres monnaies ont évolué diversement vis-à-vis du deutsche mark, la plupart fléchissant toutefois légèrement.

Tout en s'appréciant vis-à-vis des principales devises flottantes, le franc français s'est ressenti durant la plus grande partie de la période de la fermeté intrinsèque du mark allemand. La demande de devises de la part des entreprises françaises s'est sensiblement accrue en septembre. En outre, d'importants dégagements ont été effectués par les non-résidents sur leur trésorerie en francs, ce qui a entraîné une tension des taux sur l'euromarché, particulièrement au début d'octobre. Ensuite, le franc s'est nettement raffermi au sein du dispositif de change communautaire, en raison tant d'un élargissement des offres de devises des exportateurs que d'un changement de comportement des opérateurs étrangers une fois enrayée la baisse du dollar. Les taux de l'eurofranc sont alors revenus très près des taux intérieurs.

Le franc belge a légèrement fléchi pour clôturer la période en dernière position dans la grille des parités. De plus, sa décote vis-à-vis du mark allemand s'est élargie de 1/4%, à 1,65% environ.

Le florin néerlandais s'est maintenu dans la moitié supérieure de la bande du SME. Aucun développement important n'a influencé le cours de change.

La couronne danoise s'est affaiblie vers le milieu de septembre en liaison avec certaines anticipations d'un réalignement au sein du SME. La couronne a atteint sa limite d'intervention par rapport au deutsche mark et la Danmarks Nationalbank a effectué des interventions substantielles à la vente. Le gouvernement a réaffirmé sa politique de change et la couronne s'est ensuite raffermie quelque peu.

En septembre, la livre irlandaise a fléchi au sein de la bande du SME et la Central Bank of Ireland est intervenue pour soutenir sa monnaie. Ce mouvement s'est produit principalement durant la seconde quinzaine, en réaction à la demande commerciale de monnaies étrangères engendrée par la faiblesse de la livre sterling. Le fléchissement de la livre irlandaise au sein de la bande du SME a continué en octobre, la poursuite de la baisse de la livre sterling ayant entraîné une forte demande commerciale de monnaies étrangères. Devant cette situation, la Central Bank of Ireland a effectué d'importantes interventions pour soutenir sa monnaie et a également relevé de 3,25%, en deux étapes, en octobre le taux de ses facilités à court terme. Cette tendance s'est toutefois inversée vers la fin du mois lorsque la livre s'est redressée, ce qui s'est traduit par quelques interventions à l'achat.

En septembre, la lire italienne s'est maintenue au sommet du SME, malgré une légère dépréciation vis-à-vis du deutsche mark vers la fin du mois, la baisse du dollar ayant provoqué des sorties de capitaux à court terme. En octobre, des entrées substantielles ont été enregistrées en liaison avec la stabilisation des perspectives d'évolution du dollar. La Banca d'Italia est intervenue principalement sous forme d'achats de dollars pour préserver la stabilité de la lire au sein du SME.

La livre sterling s'est fortement dépréciée au cours de la période sous revue, en raison des préoccupations croissantes sur l'évolution de l'économie et de la balance des paiements du Royaume-Uni, compte tenu en particulier du fléchissement des prix pétroliers. De fortes pressions à la vente se sont parfois fait sentir et la livre est tombée à un nouveau minimum absolu, tant par rapport au deutsche mark que sur une base pondérée en fonction des échanges commerciaux. Toutefois, à la suite de l'augmentation de 1%, le 14 octobre, des taux de base des clearing banks britanniques (portés ainsi à 11%), et sous l'effet d'anticipations d'une majoration des prix du pétrole, la livre s'est ensuite légèrement redressée. Au cours de la période, elle s'est affaiblie de 3 3/4% sur la base de son indice pondéré, pour clôturer à 68,4 (1975 = 100).

La peseta espagnole s'est appréciée de 1% en septembre et dépréciée de 3,9% en octobre vis-à-vis du dollar EU. En termes effectifs, elle s'est maintenue face aux monnaies de la CEE en septembre mais s'est affaiblie de 1,6% en octobre.

Durant les mois de septembre et d'octobre, la drachme grecque s'est dépréciée de 3,5% par rapport au dollar EU et de 2,2% vis-à-vis de l'Ecu. En termes effectifs, elle a perdu 2,2%.

L'escudo portugais a fléchi en septembre par rapport à presque toutes les grandes monnaies, à l'exception du dollar et de la livre sterling, en raison de l'application d'une politique de parités mobiles. L'indice effectif de l'escudo portugais a baissé de 0,7%. Par suite de l'évolution favorable de la balance des paiements courants, les autorités monétaires portugaises ont décidé d'abaisser de 0,6% seulement, à compter d'octobre, le taux mensuel de la dépréciation effective de leur monnaie.

Après une période de stabilité en septembre, le franc suisse s'est affaibli par rapport aux monnaies du SME en octobre, en raison de l'amélioration des conditions sur le marché monétaire. Sur une base pondérée, il a perdu 2,2%.

L'indice de la couronne suédoise a fluctué à l'intérieur d'une fourchette étroite autour du niveau de 131,4. L'évolution favorable de la balance des paiements courants et des flux de capitaux privés a permis d'abaisser le niveau des taux d'intérêt en Suède et, le 19 septembre, le taux d'escompte a été ramené de 8 à 7,5%.

La couronne norvégienne a été soumise à de fortes spéculations au début d'octobre, sous l'effet d'anticipations d'une dévaluation de la monnaie dans le contexte de la présentation au Parlement par le gouvernement des budgets pour 1987. D'importantes interventions ont permis de stabiliser la monnaie, mais le marché est demeuré instable dans un environnement politique incertain. Au cours de la période sous revue, la couronne s'est dépréciée de 1,0% en termes effectifs et de 1,7% vis-à-vis de l'Ecu.

Le cours du dollar canadien vis-à-vis du dollar EU a enregistré peu de fluctuations, se situant autour du niveau de \$EU 0,72. Le maintien d'un écart favorable entre les taux d'intérêt pratiqués sur les marchés monétaires canadien et américain et la forte demande étrangère pour les titres libellés en dollars canadiens ont contribué à soutenir le cours du dollar canadien. Toutefois, l'effet de ces facteurs a été atténué par les préoccupations qu'ont fait naître les perspectives d'un affaiblissement de la balance commerciale et par une décision défavorable du Ministère américain du Commerce relative aux importations de bois canadien.

Le yen japonais s'est affaibli de 4,8% par rapport au dollar EU en octobre, après s'être renforcé de 1,6% en septembre. Du début de septembre jusqu'à la mi-octobre, le yen s'est maintenu dans la fourchette 153-156. Vers la fin d'octobre, cependant, il s'est affaibli, le marché étant influencé par une amélioration de l'activité économique aux Etats-Unis et les perspectives d'une baisse du taux d'intérêt japonais. La Banque du Japon a ramené de 3,5 à 3,0% son taux d'escompte officiel à compter du 1er novembre.

II. INTERVENTIONS

a) Interventions en dollars EU

En septembre, les achats bruts de dollars ont atteint \$EU 1,9 milliard et ont pratiquement été équilibrés par les ventes brutes. Rappelons qu'en août, les banques centrales avaient réalisé des achats nets pour un montant de \$EU 4,4 milliards. En septembre, le principal acheteur net a été le Banco de España. Les principaux vendeurs nets ont été la Bank of England et la Central Bank of Ireland.

En octobre, les achats nets de dollars des banques centrales se sont élevés à \$EU 1,4 milliard. Les achats bruts se sont chiffrés à \$EU 3,8 milliards et les ventes brutes à \$EU 2,4 milliards. Les principaux acheteurs nets ont été la Deutsche Bundesbank, la Banca d'Italia et le Banco de España. Le principal vendeur net a été la Norges Bank.

b) Interventions en monnaies communautaires

En septembre et octobre, les interventions brutes en monnaies du SME contre d'autres monnaies communautaires se sont élevées, au total, à l'équivalent de \$EU 7,7 milliards et \$EU 4,9 milliards respectivement, contre \$EU 3 milliards en août.

En septembre, elles ont consisté essentiellement en cessions de marks par la Banque de France et la Banca d'Italia à des cours intramarginaux, et par la Danmarks Nationalbank au cours limite.

En octobre, les interventions en monnaies du SME contre d'autres monnaies du SME ont atteint au total l'équivalent de \$EU 4,9 milliards. Elles ont porté essentiellement sur des ventes et des achats de marks à l'intérieur des marges. Les ventes ont été principalement réalisées par la Banque de France et la Central Bank of Ireland. La Banca d'Italia est intervenue aussi bien à l'achat qu'à la vente et, par solde, elle a été le principal acheteur net.

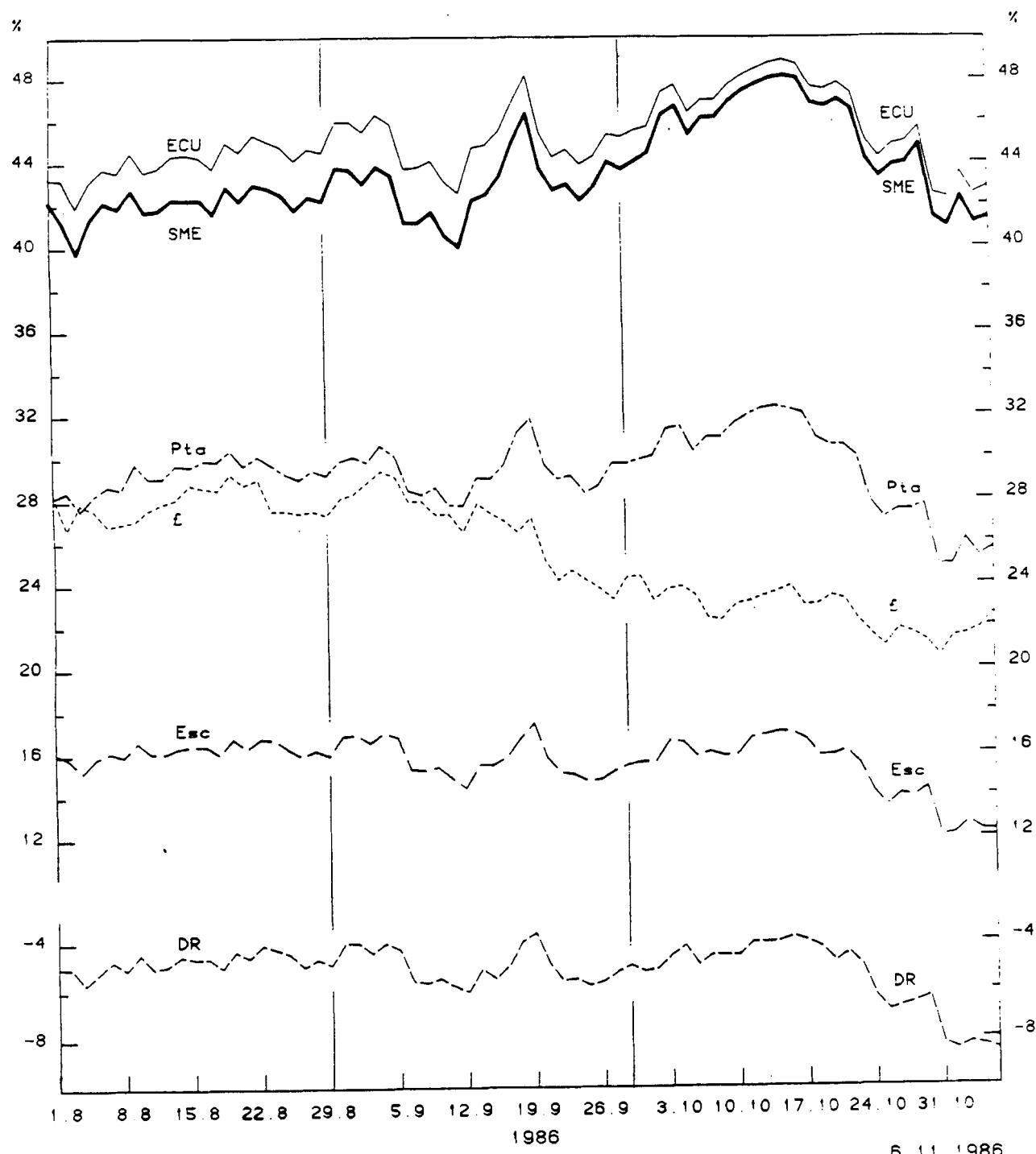
III. PREMIERS JOURS DE NOVEMBRE 1986

Durant les premiers jours de novembre, le dollar EU a enregistré des fluctuations quotidiennes qui se soldent finalement par un quasi statu quo

vis-à-vis des monnaies du SME, une légère baisse vis-à-vis du yen et une remontée en termes de franc suisse. La livre sterling s'est nettement redressée.

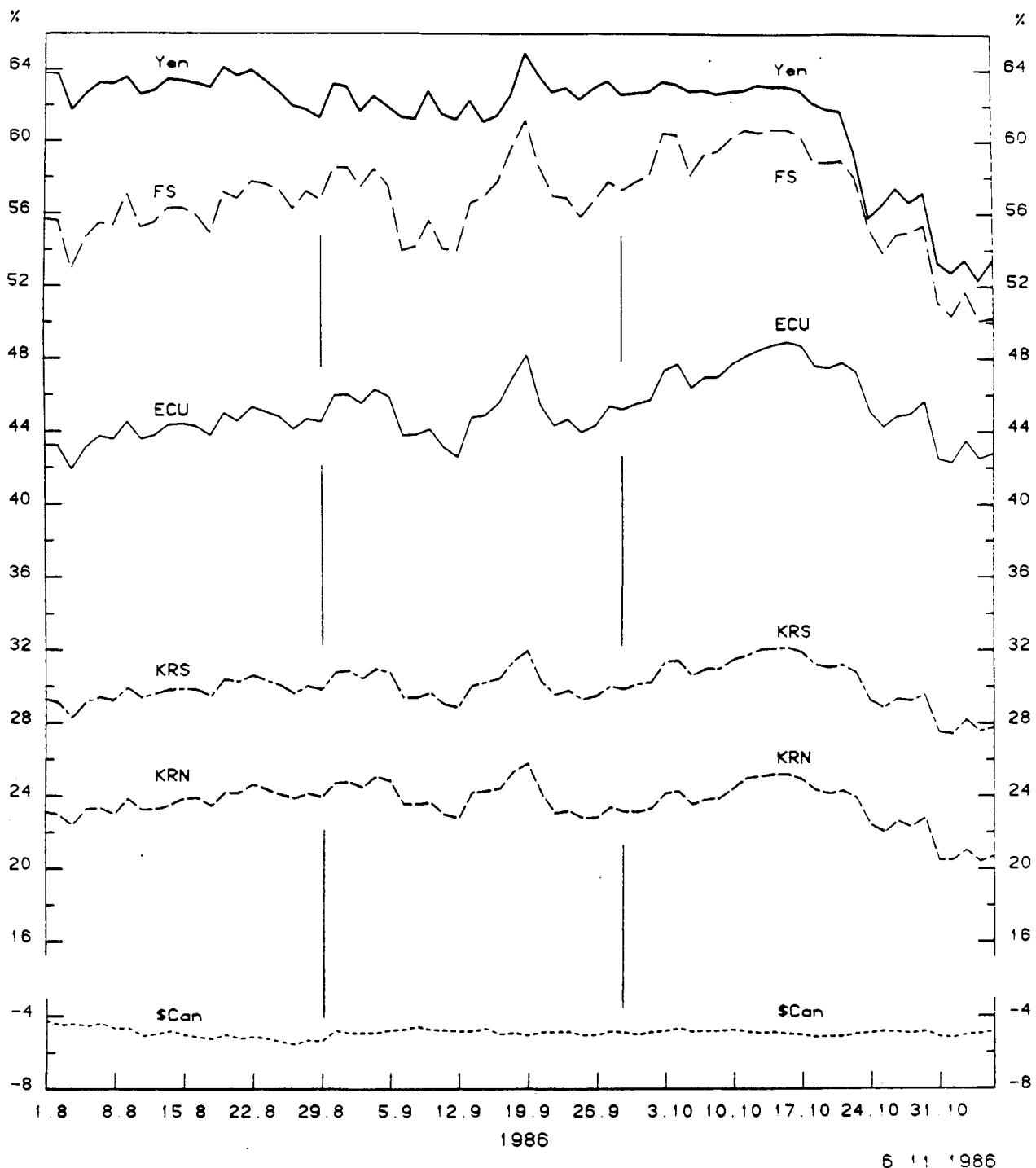
Au sein du SME, la situation est restée pratiquement inchangée.

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 1984 VIS-A-VIS DU \$EU *



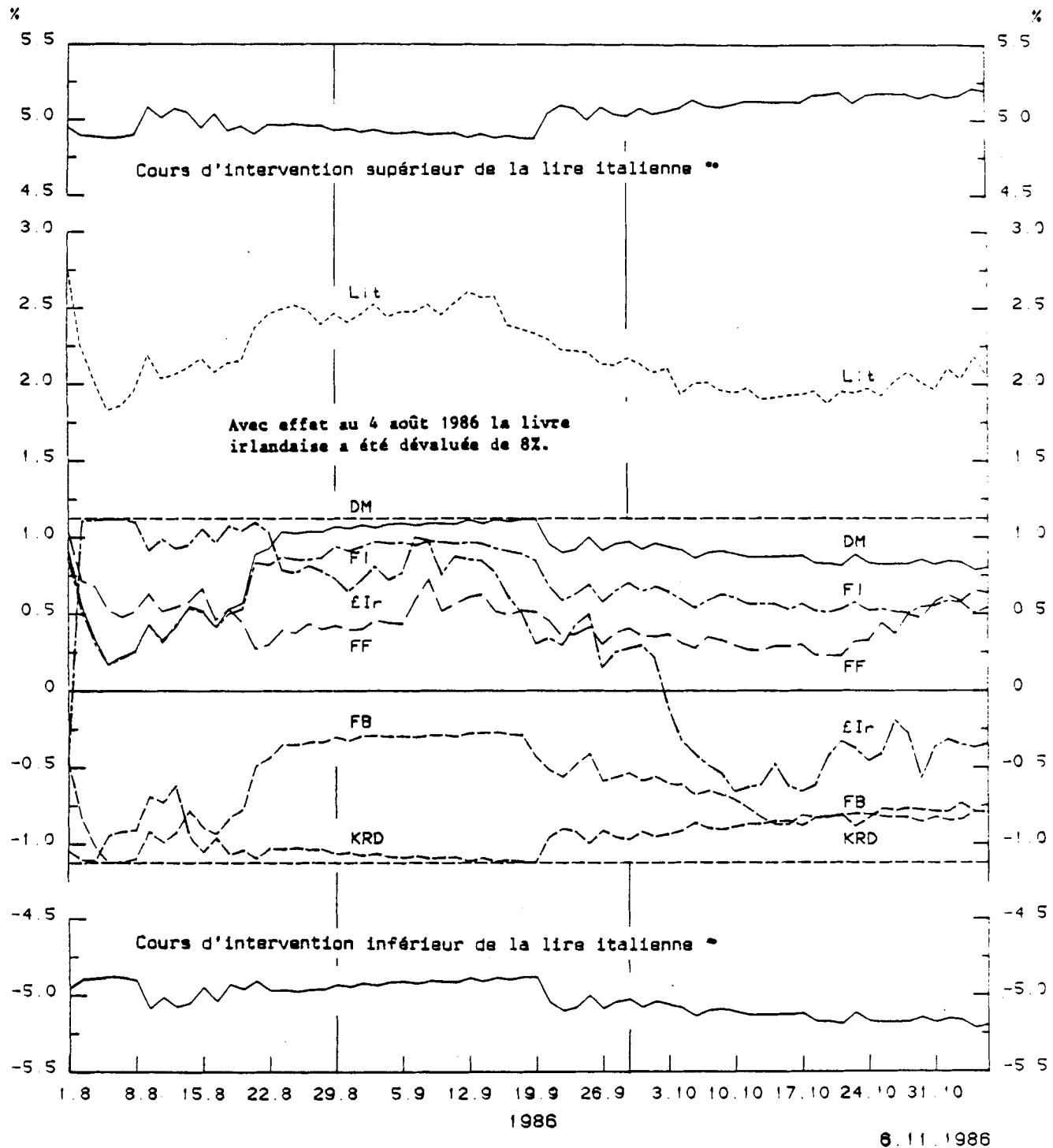
* Voir page suivante.

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 1984 VIS-A-VIS DU \$EU **



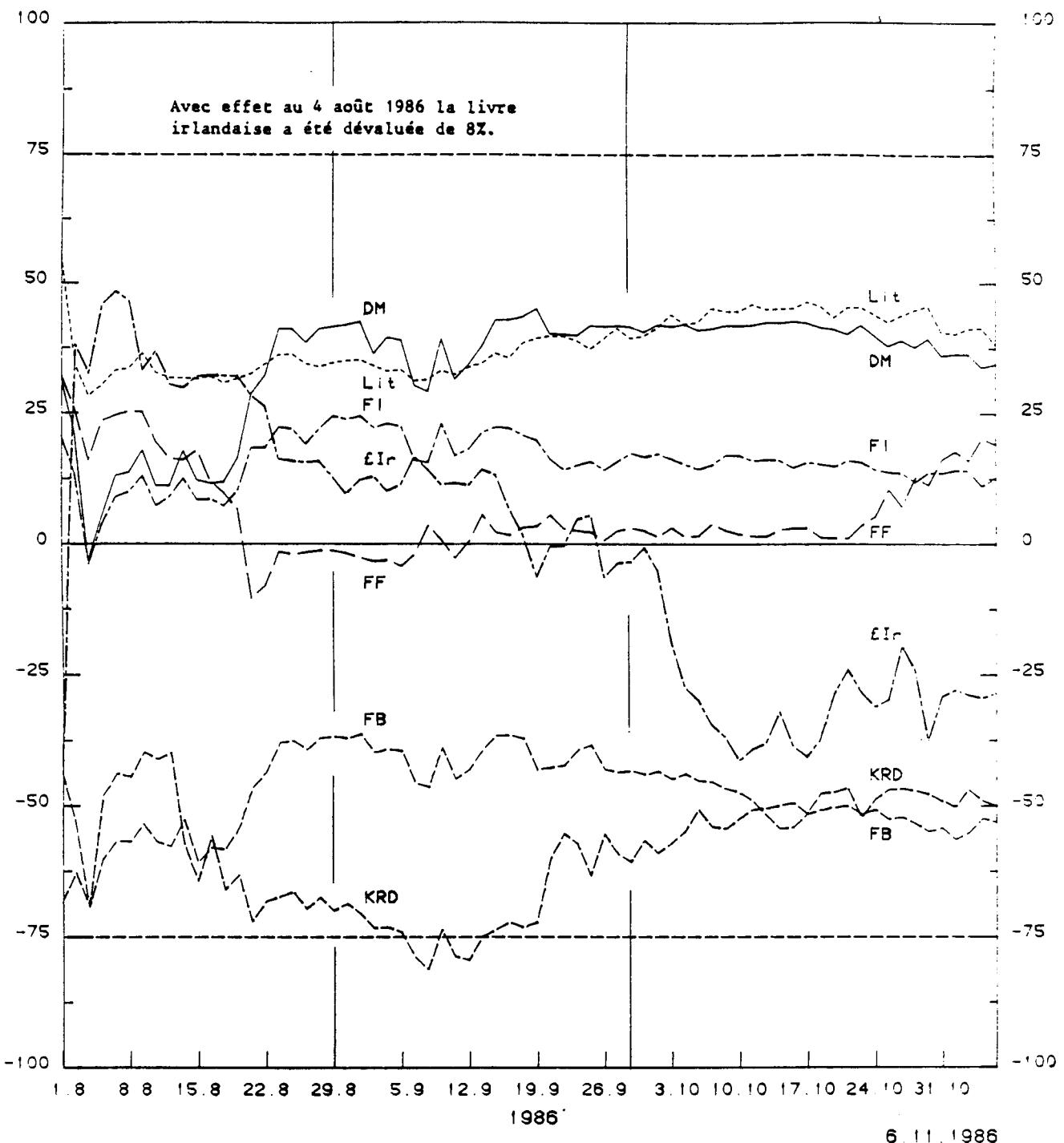
• ECU 0,708946; £ 0,8602; DR 128,4199; PTA 173,2995; ESC 169,7506;
\$Can 1,32; FS 2,593; Yen 251,1503; KRS 8,985; KRN 9,0875; cours
médian des monnaies participant au SME 0,71678. Le cours médian
des monnaies participant au SME représente la moyenne journalière
des cours des deux monnaies à marge de 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



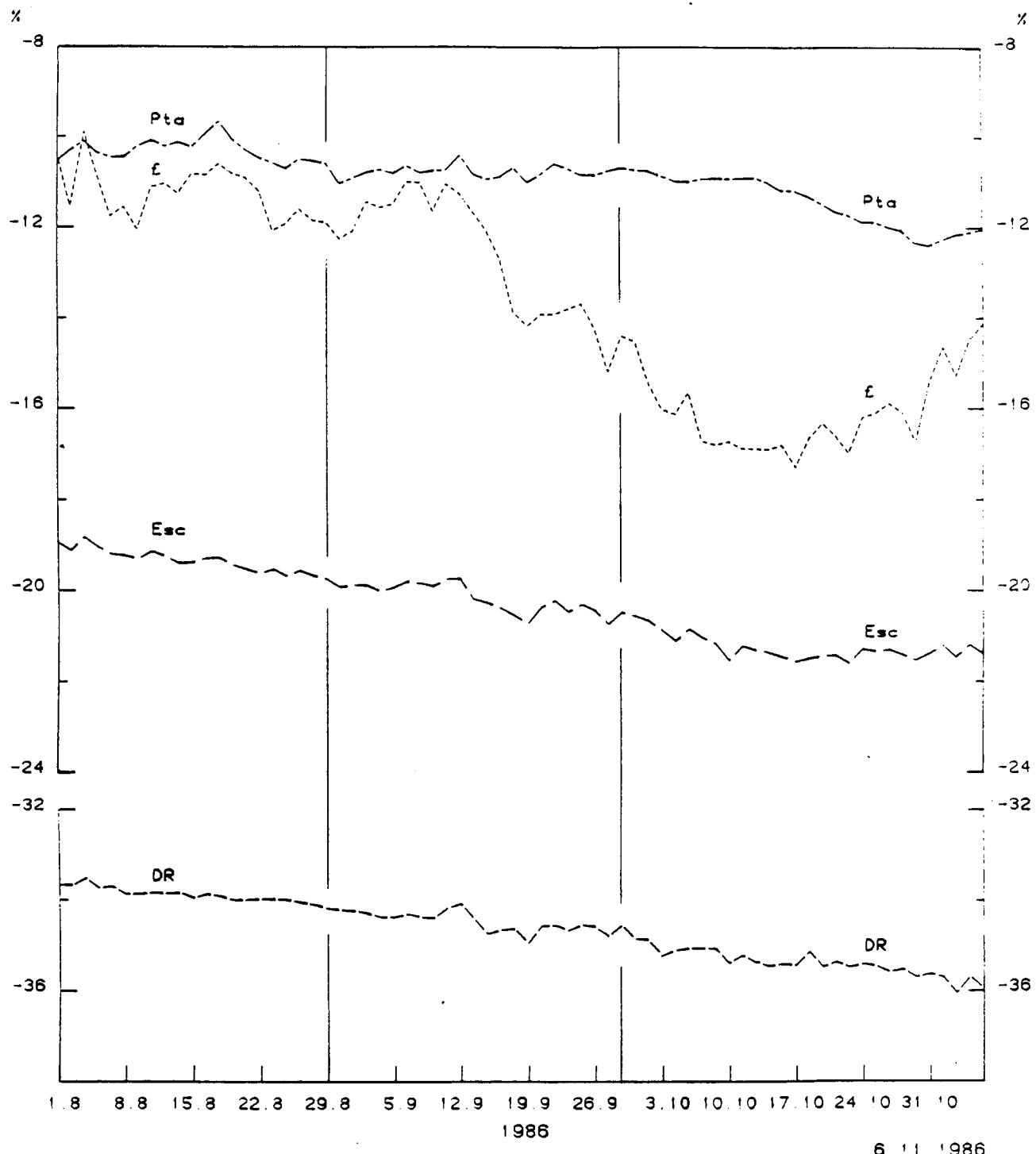
* Les cours d'interventions supérieur et inférieur de la lire italienne représentent l'écart maximal théorique par rapport à la monnaie la plus faible respectivement la plus forte dans la bande de fluctuation étroite de $\pm 2,25\%$.

EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE *



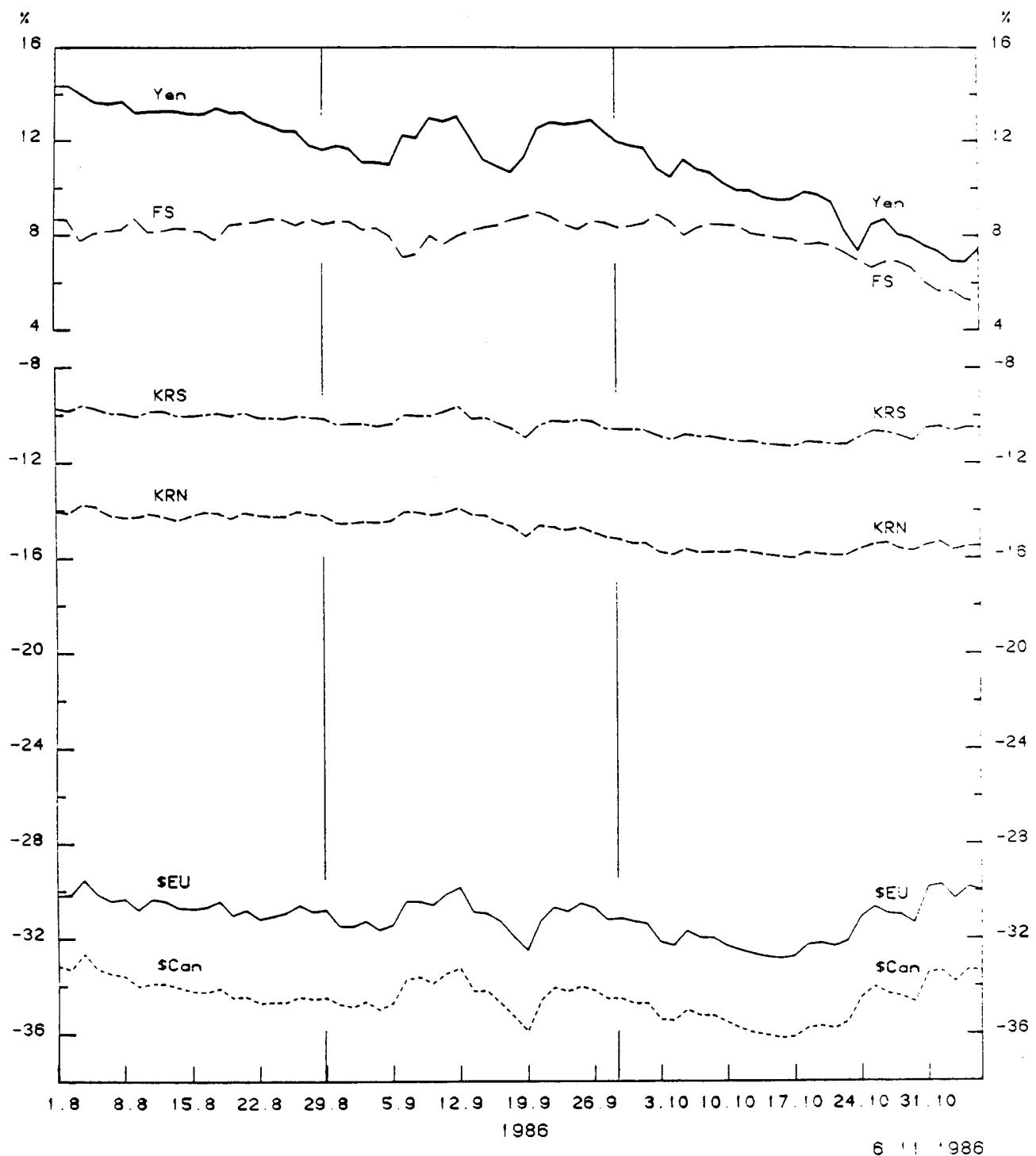
- L'indicateur de divergence a pour but de mesurer, sur une base comparable pour toutes les monnaies participant au mécanisme de change européen, la position d'une monnaie vis-à-vis de son cours-pivot ECU. L'écart maximal de divergence est le pourcentage maximal par lequel le cours de marché de l'ECU 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 et de la livre sterling 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'ESCUUDO PAR RAPPORT A L'ECU SUR LA BASE DES COURS DU MARCHE RELEVES
LE 31 DECEMBRE 1984 •



• £ 0,609846; DR 91,0428; PTA 122,86; ESC 120,344.

EVOLUTION DES MONNAIES DES BANQUES CENTRALES HORS CEE PARTICIPANT
A LA CONCERTATION PAR RAPPORT A L'ECU SUR LA BASE DES COURS DU
MARCHÉ RELEVÉS LE 31 DECEMBRE 1984 *



* \$EU 0,708946; \$Can 0,935808; FS 1,8383; Yen 178,052; KRS 6,36988;
KRN 6,44254.