

PROCES-VERBAL*

DE LA 212^e SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS
DES BANQUES CENTRALES DES ETATS MEMBRES DE LA
COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE

TENUE A BALE, LE MARDI 10 FEVRIER 1987 A 10 HEURES

Sont présents: le Gouverneur de la Banca d'Italia et Président du Comité, M. Ciampi, accompagné par MM. Dini, Maserà 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; 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 Karamouzis; le Gouverneur du Banco de España, M. Rubio, accompagné par MM. Sánchez-Pedreño 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. Ó Cofaigh, accompagné par MM. O'Grady Walshe et Reynolds; le Président de la Nederlandsche Bank, M. Duisenberg, accompagné par MM. Szász et Brockmeijer; le Gouverneur du Banco de Portugal, M. Tavares Moreira, accompagné par M. Marques; le Directeur Exécutif de la Bank of England, M. Loehnis, accompagné par M. Kirby; 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. Assiste en outre M. Dalgaard, Président du groupe d'experts. Le Secrétaire Général du Comité, M. Morelli, et son Adjoint, M. Bascoul, et MM. Scheller et Cook sont aussi présents, ainsi que MM. Bockelmann et Dagassan.

* Texte définitif, approuvé lors de la séance du Comité du 10 mars 1987, présentant par rapport au projet quelques modifications de caractère rédactionnel.

Le Président ouvre la séance en souhaitant une très cordiale bienvenue à M. Jacques de Larosière. Le nouveau Gouverneur de la Banque de France est une personnalité que tous les membres du Comité connaissent bien et ceux-ci sont très reconnaissants d'avance de la contribution certainement très éclairée et hautement compétente qu'il apportera à leurs débats. Fort de son expérience en tant que Directeur du Trésor en France et Directeur Général du Fonds Monétaire International, M. de Larosière connaît tous les Gouverneurs et il lui reste simplement à s'intégrer dans ce nouveau cercle.

Le Président ajoute que, par suite d'engagements à Londres, M. Leigh-Pemberton s'est excusé pour son absence et est remplacé par M. Loehnis.

I. Approbation des procès-verbaux des 210e et 211e séances

Sous réserve de quelques amendements de caractère rédactionnel qui seront insérés dans les textes définitifs, le Comité approuve à l'unanimité les procès-verbaux des 210e et 211e séances.

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 janvier 1987 et des premiers jours de février 1987;
- Adoption par le Comité du rapport destiné aux Ministres des Finances des pays de la CEE;
- Série mensuelle de statistiques

M. Dalgaard signale tout d'abord que c'est la première fois que le schilling autrichien est inclus dans le rapport concertation et dans les statistiques; il souligne ensuite quelques éléments résumés ci-après:

- Les fluctuations extrêmement fortes du cours du dollar au début février; par exemple, en une journée, le lundi 9 février, le cours du dollar a varié de plus de 3% à Francfort.

- L'ampleur des achats de dollars qui ont atteint \$EU 13,5 milliards en janvier et début février, dont 8,5 milliards par la Banque du Japon; malgré ces interventions importantes, la baisse du dollar s'est poursuivie.

- Les faibles mouvements des cours de marché des monnaies du SME après le réalignement par rapport aux cours antérieurs à celui-ci; cette faiblesse est certainement un des facteurs expliquant le caractère limité des reflux de capitaux. Ces reflux n'ont atteint qu'environ \$EU 4 milliards durant les quatre semaines suivant le réalignement (\$EU 2,5 milliards pour l'Italie et près de 1 milliard pour la France), alors que pendant les six semaines précédant le réalignement, les sorties de capitaux de France, du Danemark, de Belgique, d'Irlande, d'Italie et des Pays-Bas s'étaient élevées à \$EU 20 milliards.

- La Bank of England, qui a reçu récemment l'autorisation de détenir des Ecus privés, a acheté en janvier un montant de 50 millions et devient ainsi la 6e banque centrale européenne à déclarer des avoirs en Ecus privés.

- Les interventions de la Banque de Réserve fédérale de New York pour le compte de la Banque du Japon; il s'agit d'un faible montant; ventes de yens pour l'équivalent de \$EU 50 millions, mais cela a frappé le marché.

M. Dini indique que M. Dalgaard a repris dans sa présentation certaines des observations faites par les Suppléants. Ceux-ci ont relevé que, contrairement au réalignement d'avril 1986, l'ajustement des cours-pivots opéré le 12 janvier 1987 n'a pas été suivi de reflux de capitaux importants, bien que les taux d'intérêt allemands aient baissé vers la fin janvier par rapport à ceux d'autres pays du SME. Les Suppléants ont estimé que la faiblesse continue du dollar a été probablement un facteur de limitation des reflux. Un amendement a été incorporé au texte du rapport concertation pour refléter cette analyse qui, par ailleurs, semble être confirmée par le fait que des reflux plus importants se sont produits ces derniers jours avec un certain raffermissement du dollar.

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

III. Echange de vues sur le programme de travail du Comité des Gouverneurs pour 1987 et en particulier le mandat concernant le renforcement du SME

Le Président rappelle qu'un projet de programme a été préparé à l'intention des Gouverneurs et a été diffusé avant la séance, ce projet a été examiné par les Suppléants.

A. Exposé de M. Dini

M. Dini indique que, lors de leur discussion, les Suppléants ont exprimé un accord général sur le projet de programme, estimant cependant que les questions relatives au renforcement des mécanismes du SME (point 1 du programme) et celles concernant les implications de la libération des mouvements de capitaux (point 2) sont étroitement reliées et que par conséquent il serait opportun que le rapport des Gouverneurs au Conseil ECOFIN couvre ces deux ensembles de question. Les Suppléants ont estimé aussi que les différents sujets devraient être examinés d'abord par les groupes d'experts et ensuite par les Suppléants en vue de préparer les délibérations des Gouverneurs. Les Suppléants sont d'avis que les Gouverneurs pourraient présenter un rapport préliminaire à la session du Conseil ECOFIN de juin et un rapport final à la réunion informelle de ce Conseil en septembre.

Certaines remarques ont été faites à propos de sujets particuliers du programme de travail:

- En ce qui concerne les procédures de réaligement, certains Suppléants ont estimé qu'il serait préférable d'éviter de parler explicitement de la possibilité de confier au Comité des Gouverneurs une responsabilité directe pour les réaligements de faible ampleur de caractère technique; quelques Suppléants ont noté que s'il serait effectivement utile de "dédramatiser" les réaligements, il pourrait en résulter le danger d'affaiblir la discipline du taux de change, le SME évoluant dans la direction peu souhaitable d'un "crawling peg".

- En évaluant le fonctionnement des mécanismes du SME, il convient de bien prendre en compte les relations entre les interventions intramarginales, la flexibilité du cours de change à l'intérieur des bandes de fluctuation et les différentiels de taux d'intérêt entre les pays membres; il a été fait mention aussi de la nécessité d'accroître la symétrie du système, en particulier en ce qui concerne la charge des interventions.

- Certains Suppléants ont estimé que le rôle de l'Ecu, en particulier son acceptabilité, dans le fonctionnement du système ne devrait pas être négligé.

- Plusieurs Suppléants ont souligné l'importance du cours du dollar, et dans une certaine mesure aussi du cours du yen, dans les évolutions au sein du SME; cette question devrait donc être prise en compte dans l'appréciation du fonctionnement des mécanismes du SME au cours des derniers mois et dans la formulation de propositions de renforcement de ces mécanismes.

- Il a été également noté que les implications de la libération des mouvements de capitaux dans les pays qui ne participent pas actuellement au mécanisme de change devraient être examinées. Il a été aussi souligné que le processus de libération des mouvements de capitaux soulève des questions prudentielles importantes qui devraient être étudiées en plus des aspects strictement reliés aux mécanismes du SME.

B. Discussion du Comité

Le Président remercie M. Dini et avant d'ouvrir la discussion rend compte brièvement du déjeuner de travail des Ministres des Finances qui a eu lieu à Bruxelles, le lundi 9 février 1987, avec la participation du Président Delors et des Présidents du Comité des Gouverneurs et du Comité monétaire.

Les Ministres attachent une grande importance au mandat qu'ils ont donné à l'occasion du dernier réalignement. Les sujets qui apparaissent dans le programme de travail du Comité, essentiellement les deux premiers points (le renforcement des mécanismes de fonctionnement du SME et les implications de la libération des mouvements de capitaux dans la Communauté), correspondent bien aux préoccupations des Ministres. Ceux-ci ont également mis l'accent nettement sur l'idée de dédramatiser les procédures de réalignement lorsqu'il s'agit de modifications des cours pivots de faible ampleur et n'entraînant

pas des mesures de politique économique; ils ont en outre bien marqué le lien entre les politiques de change et les politiques monétaires dans le cadre du SME; il a été enfin souligné l'utilité de prendre des précautions chaque fois que de nouvelles étapes de libération des mouvements de capitaux sont franchies et l'intérêt donc que le processus de libération soit engagé et poursuivi graduellement et prudemment.

Les Ministres souhaitent que les travaux des deux Comités débouchent sur des conclusions en forme de "paquet" permettant de renforcer de manière effective le SME, si possible avant que de nouvelles tensions ne l'assailent; ils sont donc soucieux du calendrier et désireraient disposer d'un rapport écrit pour la réunion informelle des 3, 4 et 5 avril 1987, avec, si possible, certaines propositions.

Le Président, tout comme d'ailleurs le Président du Comité monétaire, a fait valoir que le délai était extrêmement bref et que le rapport des Gouverneurs pour début avril ne serait vraiment que préliminaire et ne pourrait que présenter les questions, esquisser quelques orientations mais sans conclusions détaillées. Quoiqu'il en soit du délai et du calendrier, le Comité doit maintenant organiser son ordre de marche et ses procédures de travail.

M. Pöhl estime que si les Ministres imposent des délais aussi rigoureux, il sera impossible de les suivre. D'ailleurs, la Deutsche Bundesbank est une institution indépendante qui ne pourrait pas accepter d'instructions ministérielles même à l'occasion d'un Conseil ECOFIN. D'autre part, les questions évoquées ne sont ni nouvelles, ni tellement urgentes, les Gouverneurs en discutent depuis des années et il n'est pas réaliste d'espérer qu'ils puissent faire des progrès réels en l'espace de deux mois. Parmi les moyens de renforcer les mécanismes de fonctionnement du SME, il y a l'idée de renforcer les interventions intramarginales et de diversifier la composition des réserves en devises de certaines banques centrales pour comprendre, en plus des dollars et des DTS, quelques Ecus et des monnaies communautaires. Il s'agit là de questions qui, en Allemagne, sont de la compétence de la banque centrale. De toute manière, le SME n'est qu'un accord entre banques centrales et celles-ci n'ont pas à faire rapport et à soumettre des changements aux Ministres en leur demandant de bien vouloir les entériner.

M. Pöhl rappelle qu'il a fait valoir cette conception lors des discussions du réalignement du 12 janvier 1987. Le Comité monétaire est d'une autre nature, en réunissant représentants des banques centrales et des Trésors, alors que les Gouverneurs sont chargés de l'exécution d'un accord entre banques centrales; il rappelle également que les questions concernant le SME sont certes très importantes mais qu'on risque de les jeter sur la place publique à un moment où il existe déjà des questions très difficiles avec les grands partenaires occidentaux, notamment les Etats-Unis.

Quoiqu'il en soit, le Comité doit établir une procédure de travail et confier des études aux groupes d'experts et aux Suppléants. A leur séance de mars, le Gouverneurs pourront examiner les premiers résultats de ces travaux et décider ce qu'ils pensent pouvoir déjà dire aux Ministres et voir, peut-être, s'il y a lieu d'envisager des modifications à l'accord du 13 mars 1979. Toutefois, celui-ci comporte des obligations très claires et des changements pourraient impliquer des procédures peut-être un peu lourdes dont il faudra discuter. Pour les Ministres des Finances, on pourrait exposer la procédure de travail, peut-être esquisser des idées générales de l'orientation du travail quant au fond, mais surtout ne pas trop susciter des espoirs ou attentes sur les résultats.

M. Duisenberg appuie les remarques de M. Pöhl et demande au Président si le plan de renforcement du SME, qui semble devoir être présenté de façon imminente par le Ministre français, M. Balladur, a été évoqué au déjeuner du Conseil et viendra s'ajouter au programme de travail du Comité.

Le Président précise que M. Balladur a déclaré que la France va présenter un mémorandum mais n'a rien dit quant à son contenu.

M. Hoffmeyer présente quelques questions qui pourraient être prises en compte dans les études à accomplir. Il s'agit en particulier des trois idées ci-après: la baisse du dollar vis-à-vis des monnaies communautaires et les tensions qui en résultent pour le SME; la recherche d'une libération accrue des mouvements de capitaux; l'analyse des types de mouvements de capitaux qui ont joué un rôle important dans les tensions observées au cours des derniers mois dans le SME.

On peut se demander si la relation entre la chute du dollar et les tensions dans le système est vraiment confirmée. Les experts pourraient étudier cette relation depuis que le dollar a commencé de baisser en 1985

et essayer de faire la part de ce facteur exogène relativement durable par rapport à des facteurs endogènes qui peuvent être beaucoup plus temporaires, comme par exemple les difficultés politiques et sociales en France en décembre. Il est clair que lorsqu'il y a dans le système une monnaie candidate à une dévaluation, des tensions apparaissent.

En ce qui concerne les mouvements de capitaux, il est très difficile de distinguer entre les mouvements purement monétaires et les mouvements fondamentaux et il est dangereux de créer l'impression qu'on peut établir avec netteté une telle distinction. En effet les hommes politiques risquent alors d'être tentés de réglementer à nouveau les mouvements de capitaux pour éviter la réapparition de difficultés.

M. de Larosière présente diverses remarques. L'accord de change européen a été affecté par des chocs extérieurs violents et désordonnés. Comme il a été dit, on a assisté à des variations, entre les cours des monnaies européennes et le dollar, de plus de 3% dans la même journée et de plus grande amplitude encore sur un mois. Il est évident que le mécanisme de change opère dans un milieu externe beaucoup plus perturbé que celui qu'on pouvait concevoir en 1979 et qui si on ne veut pas le voir s'affaiblir il faut réfléchir à la question de son renforcement ou de son adaptation pour faire face à des évolutions de change avec les monnaies tierces aussi désordonnées et parfois destructives.

Pendant de nombreuses années, le SME a joué pour les monnaies candidates à la dévaluation, un rôle utile d'avertisseur; un certain nombre de politiques économiques de pays participants ont été influencées positivement par la nécessité d'éviter des dévaluations répétées au sein du système. Il est assez paradoxal de constater que maintenant que la convergence au sens d'une meilleure maîtrise de l'inflation a considérablement progressé, le dernier réalignement ne semble pas avoir joué ce rôle d'avertisseur. Ce réalignement n'a pas été provoqué par des divergences dans les politiques monétaires ou budgétaires mais par des raisons tenant en grande partie au contexte de change international. Il y a donc une réflexion à faire. Il semble que plus les politiques convergent, plus les mouvements de capitaux deviennent déstabilisateurs et peuvent se saisir des moindres éléments, comme un conflit social, pour pousser à des changements de parité. Le système devient alors très difficile à gérer. La réflexion devrait porter sur la persistance

de ces déséquilibres et chocs extérieurs et sur leurs effets sur les politiques monétaires et leur coordination. C'est dans cet esprit qu'il faut placer les idées françaises évoquées à Bruxelles et non pas dans la perspective d'un nouveau plan visant à répondre à toutes les questions du système monétaire international. Dans ce cadre d'un renforcement du SME, la position des monnaies communautaires par rapport au dollar et au yen est importante. Différentes questions se posent à cet égard: faudrait-il définir des plages adéquates de taux de change entre ces monnaies et comment les faire évoluer? Faudrait-il traiter le dollar et le yen de la même manière ou, au contraire, viser à une réappréciation de la monnaie japonaise plus marquée, compte tenu de son évolution des derniers mois? Les marchés ne pourront être durablement convaincus d'une stabilisation des taux de change que si les politiques fondamentales des Etats-Unis, du Japon et des grands pays européens convergent.

Les interventions sont également un élément, parmi d'autres, de stabilisation du SME; elles soulèvent la question des rapports entre les banques centrales européennes entre elles et des rapports entre celles-ci et leurs homologues américains et japonais. Le fonctionnement interne du SME pose également diverses questions, telles que le rôle et l'intérêt des interventions intramarginales, l'économie de devises qu'elles peuvent entraîner par rapport aux interventions aux limites, les différents moyens permettant d'intervenir à l'intérieur des marges. Toutes ces idées ont déjà été évoquées par certains membres du Comité et en particulier par le précédent Gouverneur de la Banque de France; on pourrait y ajouter l'idée de réanimer l'indicateur de divergence, pour faire en sorte qu'il s'allume plus tôt et qu'il soit mieux adapté aux circonstances, et l'idée de renforcer la surveillance de la compatibilité et de la cohérence des politiques économiques et monétaires des participants au système. Toutes ces questions devraient être étudiées, de façon pragmatique, à la lumière des événements récents.

Le Président se réfère aux remarques de M. Pöhl et précise à nouveau que, lors du déjeuner du Conseil, il n'y a eu aucune tentative de s'arroger les compétences des Gouverneurs. S'il y avait eu une tentative de ce genre, il aurait été le premier à s'y opposer. En fait, il n'y a eu que des suggestions concernant les sujets d'étude et une exhortation à un maximum de célérité; il rappelle qu'il a fait valoir que l'examen de tels sujets nécessitait un délai raisonnable et que pour la réunion informelle de début avril les Gouverneurs ne pourraient présenter qu'un rapport très préliminaire.

Le Président revient sur le programme de travail; il propose de suivre la suggestion des Suppléants, à savoir de regrouper les points 1 et 2, renforcement des mécanismes de fonctionnement du SME et implications de la libération des mouvements de capitaux. Ces deux points, qui constituent l'essentiel du mandat des Ministres, pourraient être traités par les experts, les Suppléants et les Gouverneurs en vue d'aboutir à un rapport pour juin ou juillet. Les questions relatives au développement ultérieur du SME pourraient être abordées durant la second semestre tandis que les examens réguliers, par exemple des politiques monétaires et des finances publiques, se feraient normalement aux dates habituelles.

M. Ó Cofaigh indique que, dans le cadre de l'étude sur le renforcement du SME et sur les implications de la libération des mouvements de capitaux, il est important d'insérer la question de la participation de tous les pays de la CEE au mécanisme de change.

M. Chalikias fait observer que la libération des mouvements de capitaux aura d'importantes implications pour la conduite des politiques monétaires et de change dans les pays qui ne participent pas au mécanisme de change et dont le marché financier est relativement sous-développé; il conviendrait donc de retenir ces aspects dans les études.

A l'invitation du Président, M. Dini présente les suggestions des Suppléants concernant l'organisation des travaux.

Le renforcement des mécanismes de fonctionnement du SME ferait l'objet d'études et analyses préliminaires par le "groupe Dalgaard" tandis que les implications de la libération des mouvements de capitaux seraient confiées au "groupe Raymond".

Dans le cadre du premier sujet, la question de l'amélioration des procédures de réaligement et des aspects juridiques, notamment pour les réalignements de faible ampleur, pourrait recevoir une certaine priorité, étant donné ce que les Ministres ont dit au déjeuner du Conseil. En second lieu, le "groupe Dalgaard" pourrait se pencher sur les évolutions et conditions qui ont précédé et suivi le dernier réaligement et en particulier l'évolution des interventions et leur lien avec l'utilisation de la bande de fluctuation et avec les différentiels de taux d'intérêt.

Le "groupe Dalgaard" devrait également étudier, dans un second temps, d'autres sujets, tels que les questions des monnaies d'intervention et du partage de la charge des interventions, la question des conséquences sur le SME de l'instabilité des cours du dollar et du yen, la question des facilités de crédit et de leur caractère approprié par rapport aux vastes mouvements de capitaux et à la libération accrue de ces derniers.

En ce qui concerne l'incidence sur le SME de l'évolution du dollar et du yen, M. Bockelmann a indiqué que les services de la BRI pourraient faire une analyse qui pourrait compléter les travaux du "groupe Dalgaard" sur ce sujet.

Le "groupe Raymond" se consacrerait à l'examen des implications de la libération des mouvements de capitaux pour les politiques monétaires (nécessité d'une coordination accrue dans l'établissement et la réalisation des objectifs).

Les deux groupes d'experts recevraient un mandat plus précis dans les jours prochains; ils se réuniraient en février et, sur la base de leurs premiers travaux, les Suppléants prépareraient les discussions des Gouverneurs de la séance du 10 mars 1987, celle-ci étant la dernière rencontre dans le calendrier normal avant la réunion informelle du Conseil ECOFIN de début avril.

M. de Larosière souligne l'utilité d'intégrer dans la réflexion du "groupe Dalgaard" la question des relations de change entre les monnaies du SME et le dollar et le yen. En effet, cette question ne peut être détachée de l'analyse des circonstances qui ont entouré le réaligement et des possibilités de mieux organiser les interventions dans le SME.

M. Dini indique que ses propos allaient dans le même sens; le "groupe Dalgaard" devrait évidemment étudier les conséquences pour le SME de la variabilité du dollar et du yen, la BRI pouvant fournir soit des éléments préparatoires à cette étude, soit une analyse plus approfondie de certains aspects.

M. Pöhl indique que la question des procédures de réaligement devrait être traitée avec, peut-être, une moindre priorité et en éclaircissant les aspects juridiques. Il s'agit plutôt d'une question politique qui touche aussi au mécanisme agromonétaire et on peut se demander si les Ministres seraient prêts à se dessaisir en faveur des Gouverneurs. En

revanche, ceux-ci ont toute compétence en matière d'interventions. Il faudrait examiner, objectivement et sans préjugé favorable ou défavorable, si les interventions intramarginales auxquelles on a très largement procédé ces derniers temps ont été bénéfiques au système dans son ensemble. Il y a lieu de rappeler que de début décembre au réalignement, les interventions intramarginales se sont élevées à environ \$EU 20 milliards et les interventions aux limites à \$EU 16 milliards. On peut se demander si une utilisation plus flexible de la bande de fluctuation n'aurait pas mieux servi les objectifs du SME et n'aurait pas permis d'épargner des interventions. Le cas de l'Italie est un excellent exemple à cet égard, la marge élargie de la lire donne une plus grande souplesse qui est exploitée par les autorités et qui permet d'économiser des réserves. Il est vrai aussi que si le réalignement avait déjà pu être fait en novembre ou décembre, ce qui n'a pas été possible pour des raisons politiques, beaucoup d'interventions tant intramarginales que marginales auraient été épargnées.

Les experts devraient examiner tous ces développements et aspects et essayer de faire des propositions. Toutefois, il ne semble pas qu'on puisse espérer apporter des changements au SME à la fois substantiels et rapides. En effet, le système n'a pas démerité; les événements des derniers mois ne doivent pas être dramatisés et ne justifieraient pas une hâte à modifier les règles en vigueur.

M. Pöhl conclut en précisant que, pour l'ensemble du programme de travail et notamment les implications de la libération des mouvements de capitaux, il est d'accord avec les propositions faites par la Présidence.

M. Godeaux partage l'avis de M. Pöhl selon lequel les Gouverneurs ne peuvent pas accepter des instructions ou directives des Ministres dans des matières qui sont de la compétence des banques centrales. Cela n'empêche pas de tenir compte dans les travaux des préoccupations des Ministres quant aux délais, par exemple, et de prendre très au sérieux un mandat qui a été également confié au Comité monétaire.

Les questions à traiter sont complexes et ont déjà été étudiées dans le passé. Des informations complémentaires sont cependant nécessaires. Par exemple, le problème des interventions intramarginales, qui est très important, doit être examiné avec pragmatisme, avec le désir de faire apparaître si la politique des interventions intramarginales est justifiée,

si elle peut conduire à une plus grande convergence des situations et des politiques et si elle peut réduire les interventions par rapport à celles aux limites.

On doit aussi s'interroger, comme M. Hoffmeyer l'a suggéré, sur le point de savoir si nécessairement l'évolution du dollar a une influence décisive sur les tensions qui se créent au sein du SME. En effet, pendant longtemps la baisse du dollar s'est développée sans tensions dans le système. On a déjà demandé au "groupe Dalgaard" de faire une analyse plus fine de la nature des mouvements de capitaux qui se sont produits avant le dernier réaligement.

M. Godeaux marque son accord général avec le programme de travail du Comité soumis aux Gouverneurs et un accord plus particulier avec les propositions de procédure présentées par M. Dini; il formule cependant les trois remarques suivantes:

- En ce qui concerne les conséquences et les conditions de la libération des mouvements de capitaux, il ne faut pas perdre le momentum créé par l'initiative de la Commission et laisser s'installer un certain découragement et l'idée qu'on pourrait retarder de plusieurs mois ou un an l'examen concret de cette question. Le rôle bénéfique que la libération des mouvements de capitaux peut avoir sur l'allocation des ressources financières et réelles reste fondé et ne doit pas être rejeté parce que la suppression de certaines mesures de contrôle des changes a pu aggraver les mouvements de capitaux observés avant le réaligement.

- Il convient d'hésiter très sérieusement sur l'opportunité pour le Comité des Gouverneurs de recevoir explicitement mandat de procéder aux réaligements de faible ampleur: d'une part on peut craindre de se rapprocher d'un système de "crawling peg"; d'autre part on risquerait de voir entourer les séances mensuelles de Bâle des mêmes anticipations perturbatrices que celles qui accompagnent les réunions des Ministres.

- Comme M. de Larosière l'a souligné, les travaux des experts ne doivent pas distinguer et séparer les problèmes intérieurs au SME et les problèmes résultant des relations de change entre les monnaies du SME, le dollar et le yen.

M. Loehnis se déclare d'accord avec le programme de travail et avec les priorités proposées par M. Dini; il précise toutefois que la régularité et le calendrier des rapports ordinaires du "groupe Raymond" devraient être maintenus (c'est-à-dire, mai, juillet et décembre), étant entendu qu'en raison des autres questions confiées à ce groupe on pourrait être amené à disposer de moins de temps pour examiner les rapports traditionnels.

M. Loehnis reconnaît que, en raison du programme de travail, l'échange de vues sur les relations de change entre le SME et le dollar, qui est habituel en février, ne pouvait avoir lieu ce mois-ci et que la question du rapprochement entre l'Ecu officiel et l'Ecu privé devrait être renvoyée à plus tard.

M. Ó Cofaigh est également d'accord avec le programme de travail et les propositions présentées par M. Dini; il rappelle que dans les études du "groupe Dalgaard" il serait utile de ne pas oublier la question de la participation de tous les Etats membres au mécanisme de change.

Le Président clot le débat du Comité par les quelques considérations ci-après:

Lors du déjeuner du Conseil ECOFIN à Bruxelles, les Gouverneurs n'ont pas reçu d'ordres des Ministres mais il a été question de calendrier et une accélération des travaux a été souhaitée.

En ce qui concerne le programme de travail, il est important tout d'abord de mieux connaître ce qui s'est passé dans le passé récent du SME, car une meilleure connaissance des faits sera la clef pour esquisser des solutions pour l'avenir; il est également important d'examiner soigneusement les incidences de la libération des mouvements de capitaux.

Au cours du déjeuner des Ministres, aucune critique n'a été formulée sur la manière dont a fonctionné le SME et même sur le dernier réalignement; il a été simplement dit que les réalignements pourraient être dédramatisés, surtout quand il s'agit de modifications des cours pivots de faible ampleur. Les avis ont été divers sur la manière de réaliser cette dédramatisation, certains ont dit qu'une délégation de pouvoir aux Gouverneurs pourrait être envisagée, d'autres ont exprimé des réserves à l'égard d'une telle formule. Il faudrait tout simplement que les Gouverneurs déblayent cette question sans surtout se présenter en demandeurs car ils ne souhaitent

pas obtenir des pouvoirs nouveaux dans ce domaine; si de tels pouvoirs devaient être donnés aux Gouverneurs, ceux-ci devraient alors se préparer à les utiliser.

Le programme de travail du Comité pour 1987 a été largement endossé par les membres et la note sera retouchée pour tenir compte des remarques faites en séance. Les groupes d'experts doivent travailler avec célérité mais cependant sans précipitation; ce serait en effet une gageure d'aboutir à des conclusions détaillées et concrètes dans des délais aussi brefs. Les Gouverneurs devraient disposer en mars de rapports préliminaires sans pouvoir dire à ce stade si ceux-ci se limiteront à un énoncé des problèmes ou s'ils contiendront déjà quelques esquisses sur l'orientation de solutions possibles. Les Gouverneurs devraient établir sur ces bases un premier texte destiné à la réunion informelle du Conseil ECOFIN des 3, 4 et 5 avril 1987.

IV. Autres questions relevant de la compétence du Comité:

- Répartition des frais du Secrétariat du Comité de l'année 1986

Le Président rappelle qu'une note a été diffusée par le Secrétariat et que, selon la pratique habituelle, les dépenses au titre des Secrétariats du Comité et du Conseil d'administration du Fonds européen de coopération monétaire ainsi que de l'Agent du Fonds pourraient être traitées ensemble.

M. Dini indique que les Suppléants n'ont pas de commentaires particuliers à présenter.

Le Président constate l'accord du Comité sur l'ensemble des frais présentés dans la note du Secrétariat.

- Emission de billets libellés en Ecus

Le Président rappelle que M. Godeaux a attiré l'attention du Comité, dans une lettre adressée au Président et qui a été transmise aux membres, sur un projet d'émission de billets libellés en Ecus.

M. Godeaux indique tout d'abord que sa lettre au sujet de ce billet en Ecus et l'initiative de la Monnaie Royale de Belgique de frapper une pièce en or libellée en Ecus constituent deux événements parfaitement fortuits quant à leur coïncidence dans le temps.

Le projet de créer un billet libellé en Ecus est présenté par huit institutions financières ayant une grande notoriété et appartenant à plusieurs pays de la CEE. Ces institutions voudraient créer un billet qui servirait à participer et à payer son entrée à diverses festivités qui vont marquer le 30e anniversaire du Traité de Rome. Etant donné les caractéristiques de l'instrument envisagé, le fait que son utilisation ne serait pas limitée à une manifestation mais pourrait être maintenue pendant un certain temps, la Banque Nationale de Belgique a estimé que, sur la base du droit monétaire belge, une initiative de ce genre, au demeurant sympathique, se heurterait au privilège d'émission confié par la législation à la Banque. L'initiative provenant d'institutions de plusieurs pays de la CEE et l'utilisation de ce pseudo-billet pouvant se produire dans plusieurs pays de la Communauté, il est apparu utile de porter ce fait à la connaissance des Gouverneurs afin qu'ils soient informés et qu'ils puissent dire s'ils adoptent eux-mêmes le même point de vue pour ce qui est de leur droit monétaire respectif.

La pièce d'or de la Monnaie Royale de Belgique a un sens fondamentalement symbolique. De nombreuses Monnaies dans différents pays ont pris l'habitude de frapper et de vendre des pièces en or destinées à un public de collectionneurs et parfois de thésaurisateurs. Dans le projet du Ministre des Finances belge, l'idée est que la valeur nominale théorique représenterait 28% seulement de la valeur de collection et de marché de la pièce d'or. Celle-ci aura la particularité assez étrange d'avoir cours légal ou "legal tender". Deux facteurs ont joué pour accorder le cours légal qui va bien au-delà de ce que l'on entend d'habitude; d'une part les cours légal permet d'exempter l'or de la pièce de la TVA, d'autre part les collectionneurs y attachent paraît-il de l'importance. Au total il s'agit d'une opération symbolique et essentiellement d'une médaille en or qui portera sur l'avvers une référence à l'Ecu et sur le revers un portrait de Charles Quint.

M. Pöhl estime que la frappe de cette pièce d'or en Belgique apparaît plutôt comme une anecdote sympathique dans le monde des pièces et médailles chères aux collectionneurs et qu'elle ne comporte pas le risque d'une sorte de monnaie parallèle. En revanche, le projet de créer des billets libellés en Ecus est beaucoup plus sérieux et préoccupant. En effet, ces

billets seraient imprimés sur du papier de billet de banque avec filigrane. Une telle action est totalement délictueuse en Allemagne et correspondrait à une contrefaçon passible d'une peine d'emprisonnement. Une seule institution, la Deutsche Bundesbank, dispose du privilège d'émission qui vaut aussi pour les billets assimilés ou assimilables à des billets de banque authentiques. Il convient donc de s'opposer à un tel projet qui ouvrirait une voie dangereuse.

En réponse à une remarque de M. Pöhl, M. Loehnis indique que les billets émis par des banques en Ecosse sont garantis par la Bank of England mais sont plutôt des notes payables au porteur; ce ne sont pas vraiment des imitations de billets de banque qui seraient totalement interdites au Royaume-Uni.

M. Godeaux précise que, parmi les participants au projet, il y a quatre banques, le Krediet Bank, le Crédit Lyonnais, l'Instituto Sao Paolo de Torino et la Llyods, et quatre caisses d'épargne dont la Caisse d'Epargne d'Etat du Luxembourg et la Caisse d'Epargne et de Retraite de Belgique.

Le Président conclut en indiquant que le Comité a pris acte de la communication de M. Godeaux et que la décision prise par la Banque Nationale de Belgique de ne pas accepter le projet d'émission de billets libellés en Ecus est conforme à l'esprit des banques centrales de la CEE et aux règlementations monétaires en vigueur.

- Mesures récentes prises au Portugal en matière de change et de banques

M. Tavares Moreira informe le Comité qu'un marché de change à terme vient d'être créé au Portugal et fonctionne depuis le 2 février 1987. Il s'agit d'une première étape qui a été accueillie favorablement par les agents économiques et qui devrait être suivie d'autres dès que les conditions le permettront.

En outre, les banques ont été autorisées à émettre des certificats de dépôt.

Ces deux récentes mesures sont présentées plus en détail dans une note que M. Moreira a fait distribuer en séance (voir annexe).

V. Date et lieu de la prochaine séance

La prochaine séance du Comité aura lieu à Bâle, le mardi 10 mars 1987 à 10 heures.

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

JANVIER 1987

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

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

En janvier, les marchés de change ont été essentiellement caractérisés par les développements suivants:

- nouvelle baisse sensible du dollar EU, par rapport surtout aux monnaies participant au mécanisme de change du SME;
- fortes pressions au sein du SME ayant entraîné d'importantes interventions à la vente de deutsche marks, avant le réaligement des taux de change du 12 janvier;
- absence de mouvements de reflux substantiels après le réaligement;
- nouvel affaiblissement du yen japonais vis-à-vis de la plupart des monnaies européennes.

La tendance à la baisse du dollar EU s'est accélérée au début de janvier à la suite de la publication de chiffres provisoires faisant état d'un déficit commercial record de \$EU 19,2 milliards pour le mois de novembre. Ces

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

statistiques, qui ont été ultérieurement révisées fortement en baisse, ont remis en question l'opinion du marché concernant l'amorce d'un redressement du déséquilibre. A la mi-janvier, le dollar est tombé brièvement à son plus bas cours de l'après-guerre (au-dessous de Y 150) par rapport au yen japonais. Il s'est ensuite affaibli à nouveau vis-à-vis des monnaies européennes, malgré le réaligement du 12 janvier, fléchissant à un niveau jamais enregistré depuis sept ans (DM 1,80) par rapport au deutsche mark. Vers la fin du mois, le dollar s'est stabilisé au-dessus de ses niveaux minimaux, des informations faisant état d'une rencontre entre les Etats-Unis et les autres pays industrialisés pour discuter des mesures de stabilisation des taux de change. Le dollar a été également conforté par l'annonce d'une action commune sous la forme d'interventions effectuées par la Federal Reserve Bank of New York pour le compte des autorités monétaires américaines et japonaises, ainsi que par des statistiques favorables sur l'activité et la publication d'un déficit commercial nettement inférieur aux prévisions pour décembre (\$EU 10,7 milliards). Sur l'ensemble de la période, le dollar s'est déprécié de quelque 6,5% par rapport au deutsche mark et de près de 4,5% vis-à-vis du yen japonais.

Les tensions au sein du SME se sont accentuées durant la première semaine de janvier, à la suite de spéculations du marché sur l'imminence d'un réaligement. La plupart des banques centrales membres du système ont été contraintes de vendre d'importantes quantités de deutsche marks pour soutenir leur monnaie. Avec effet au 12 janvier, un ajustement des taux de change a été décidé, comportant une réévaluation de 3% du deutsche mark et du florin néerlandais, et de 2% du franc belge et du franc luxembourgeois vis-à-vis des autres monnaies. Après le réaligement, le calme est réapparu au sein du système. Les cours du marché n'ont varié que légèrement, étant donné que les modifications des cours-pivots ont été compensées, dans une large mesure, par des changements dans les positions des monnaies à l'intérieur de la bande du SME. On n'a noté aucun mouvement important de désengagement à l'égard du deutsche mark, même si les taux d'intérêt du marché en Allemagne se sont repliés, plus tard en janvier, par rapport aux taux dans d'autres pays du SME. La faiblesse continue du dollar peut avoir contribué à limiter les reflux.

Jusqu'au réaligement des cours-pivots, le deutsche mark a continué d'enregistrer des gains sensibles vis-à-vis des autres monnaies du SME. Il s'est tenu à son point d'intervention supérieur vis-à-vis de la couronne

danoise, ainsi qu'à légard du franc français et de la livre irlandaise juste avant le réalignement. Après celui-ci, le deutsche mark a occupé une position vers le milieu de la nouvelle bande du SME. Le reste du mois, les fluctuations de son cours de change ont suivi de plus en plus celles des autres monnaies. Par rapport au dollar EU, son cours au "fixing" s'est chiffré à DM 1,7754 le 28 janvier, soit son plus haut niveau depuis août 1980. La livre sterling et d'autres grandes monnaies ont fléchi à leurs minimums absolus vis-à-vis du deutsche mark. Parallèlement aux mesures destinées à absorber l'accroissement de liquidité bancaire résultant des interventions obligatoires effectuées antérieurement au sein du SME (relèvement des réserves obligatoires et réductions des plafonds de réescompte), le Conseil de banque centrale de la Deutsche Bundesbank a décidé, le 22 janvier, d'abaisser à la fois son taux d'escompte et son taux Lombard de 0,5% et a annoncé que les prochains accords de prises en pension de titres s'effectueraient sous la forme d'une adjudication à 3,8%, soit à un taux nettement inférieur à celui de décembre.

Après une semaine de fortes tensions, pendant laquelle le franc français a atteint son cours plancher contre deutsche mark, le réalignement a permis à la monnaie française de s'établir dans la partie supérieure du dispositif de change à marges étroites, tout en s'appréciant nettement vis-à-vis des principales devises flottantes. Cette orientation a été favorisée par les bons résultats du commerce extérieur français et la confirmation d'un net ralentissement de l'inflation fin 1986. Les taux de l'eurofranc se sont détendus plus rapidement que les taux domestiques, témoignant de quelques entrées de capitaux de l'étranger. Toutefois, les achats de francs se sont révélés peu importants, les incertitudes sur l'évolution du dollar ayant encore vraisemblablement contribué au maintien de positions favorables au deutsche mark.

Pendant les premiers jours de l'année, le franc belge a été soumis à de vives pressions qui ont été combattues par un relèvement des taux ainsi que par d'importantes interventions intramarginales à la vente en deutsche marks. Après le réaménagement des parités, le franc s'est raffermi progressivement vis-à-vis de toutes les monnaies membres du SME.

Le florin néerlandais n'a pas été affecté par les perturbations au sein du SME. Dans l'ensemble, sa position vis-à-vis du deutsche mark s'est légèrement améliorée au cours du mois. La Nederlandsche Bank a supprimé la

majoration encore en vigueur de 1/4% sur les emprunts accordés dans le cadre de la facilité Lombard et abaissé de 6,2 à 5,4% le taux de ses concours additionnels au marché monétaire. Les taux du marché monétaire, qui s'étaient tendus en décembre, ont ainsi pu fléchir de plus de 1/2 point durant le mois.

La couronne danoise est demeurée à son point d'intervention inférieur durant la première semaine. Après le réalignement, son cours de marché ne s'est guère modifié par rapport aux autres monnaies du SME, de sorte qu'elle a quitté le plancher du système pour se situer dans la partie supérieure de la bande étroite du SME.

Avant le réalignement, la livre irlandaise s'était affaiblie et se situait à son niveau d'intervention inférieur vis-à-vis du deutsche mark les 8 et 9 janvier. Cette baisse a été due essentiellement à la forte demande de monnaies étrangères, qui a nécessité d'importantes interventions de soutien de la part de la Central Bank of Ireland. Ces interventions ont été opérées d'abord à l'intérieur des marges et ensuite aux limites du SME. Juste après le réalignement, la livre irlandaise s'est trouvée dans la moitié supérieure de la bande du SME. Quelques jours plus tard, la livre a cependant fléchi vers la moitié inférieure de la bande du SME, où elle est demeurée relativement stable durant le reste du mois. La Central Bank of Ireland a effectué des interventions dans les deux sens au cours de la période postérieure au réalignement.

Juste avant le réalignement, la lire italienne s'est affaiblie d'environ 2% vis-à-vis de la plupart des autres monnaies du SME et ce niveau a été maintenu au-delà du réalignement. Après celui-ci, la lire a repris une position au haut de la bande et la Banca d'Italia est intervenue sur le marché à la suite de reflux de fonds substantiels.

La livre sterling s'est un peu tenue à l'écart durant la majeure partie de janvier. Malgré son appréciation vis-à-vis du dollar en baisse sur un marché étroit, elle n'est pas parvenue à suivre le mouvement des plus fortes monnaies européennes. Elle est tombée à un niveau minimal par rapport au deutsche mark, et son indice pondéré a baissé de 0,6%, pour se situer à 68,8 (1975 = 100) le 30 janvier.

La drachme grecque s'est appréciée de 4,8% par rapport au dollar EU, mais s'est dépréciée de 1,4% vis-à-vis de l'Ecu. En termes effectifs, elle a fléchi de 0,9%.

La peseta espagnole a progressé de 1,4% à l'égard du dollar EU, mais a perdu 2,1%, en termes effectifs, vis-à-vis des autres monnaies de la CEE.

Conformément à la politique de change adoptée par les autorités pour 1987, l'escudo portugais s'est déprécié de 0,5% en janvier (en termes effectifs). Par rapport au dollar, l'escudo a gagné 3,6%, alors qu'il perdait 2,5% contre l'Ecu.

Le franc suisse s'est amélioré de 1 3/4% sur une base pondérée, principalement en raison de la baisse du dollar EU, lequel a atteint en janvier son plus bas niveau par rapport au franc depuis 1978. Le 22 janvier, le taux d'escompte et le taux Lombard ont été abaissés de un demi-point, respectivement à 3 1/2% et 5%.

Le schilling autrichien s'est renforcé de 5,9% à l'égard du dollar EU, évoluant pendant le mois à l'intérieur d'une marge de fluctuation de 8,9%. La marge de fluctuation vis-à-vis du deutsche mark a été de 0,17%, reflétant la décision des autorités de maintenir le rattachement du schilling à la monnaie allemande.

La couronne suédoise a continué d'être soumise à des pressions en début de mois, en raison notamment de tensions au sein du SME et de la baisse du dollar. Vers la fin de la période, le sentiment envers la couronne s'est modifié. L'attente d'une hausse des taux d'intérêt internes s'est dissipée après l'annonce, par la Sveriges Riksbank, d'une prise en pension à taux fixe (10%). La confiance parmi les opérateurs qu'un repli significatif de l'indice ne serait pas toléré, a entraîné des emprunts à court terme à l'étranger par les sociétés, et des ventes à terme de devises étrangères. L'indice s'est raffermi (de 132,0 à 131,7), et la Sveriges Riksbank a acheté d'importantes quantités de dollars.

La couronne norvégienne s'est appréciée, en termes effectifs, de 1% à l'égard de son indice composite et de 5 1/2% par rapport au dollar EU, alors qu'elle a perdu 1/2% vis-à-vis de l'Ecu. En présence de signes évidents d'un marché plus équilibré et d'une plus grande confiance en la monnaie, le taux d'intérêt afférent aux opérations d'emprunt des banques auprès de la banque centrale a été abaissé de 14,8 à 14,5% à compter du 28 janvier.

Le dollar canadien a progressé de 2,9% contre le dollar EU, s'établissant à \$EU 0,7464 à la fin du mois. Ce mouvement, l'un des plus amples

de ces dernières années, a été principalement attribué aux facteurs suivants: forte demande commerciale nette de monnaie nationale en fin d'année (qui était inattendue), demande étrangère soutenue d'obligations et de valeurs libellées en dollars canadiens, opinion très favorable envers la monnaie, en partie due aux récentes hausses des prix énergétiques.

Le yen japonais s'est revalorisé de 5,1% par rapport au dollar EU. Par suite de l'annonce d'un déficit commercial plus important que prévu pour novembre aux Etats-Unis et de commentaires officiels américains au sujet du dollar, le yen s'est renforcé en milieu de mois et a brièvement enfoncé, le 19 janvier, le plancher de 150 yens pour un dollar, en dépit d'achats de dollars importants par la Banque du Japon. Par la suite, il s'est toutefois légèrement replié, en raison des préoccupations des opérateurs relatives à l'éventualité d'un accord entre les autorités américaines et japonaises et/ou d'un abaissement du taux d'escompte japonais. Par rapport aux principales monnaies européennes, le yen s'est déprécié au cours du mois, perdant 1,6% vis-à-vis de l'Ecu.

II. INTERVENTIONS

a) Interventions en dollars EU

En janvier, les achats nets de dollars EU par les banques centrales se sont élevés à \$EU 11,7 milliards, contre des ventes nettes de \$EU 1,4 milliard en décembre. Le chiffre de janvier résulte de \$EU 14,3 milliards d'achats et \$EU 2,6 milliards de vente. Les principaux acheteurs nets de dollars ont été la Banque du Japon et, dans une moindre mesure, la Banque du Canada et la Deutsche Bundesbank.

b) Interventions en monnaies communautaires

Les interventions brutes en monnaies communautaires se sont élevées à l'équivalent de \$EU 15,5 milliards (contre \$EU 7,6 milliards en décembre); elles ont principalement consisté en ventes de deutsche marks, pour un montant de \$EU 14,1 milliards, et en achats (\$EU 1,4 milliard). Les cessions de deutsche marks se sont faites en majeure partie aux cours limites et essentiellement contre francs français et couronnes danoises. Les ventes de deutsche marks à l'intérieur des marges ont été effectuées principalement par la Banque de France, la Banca d'Italia et la Banque Nationale de Belgique. Après

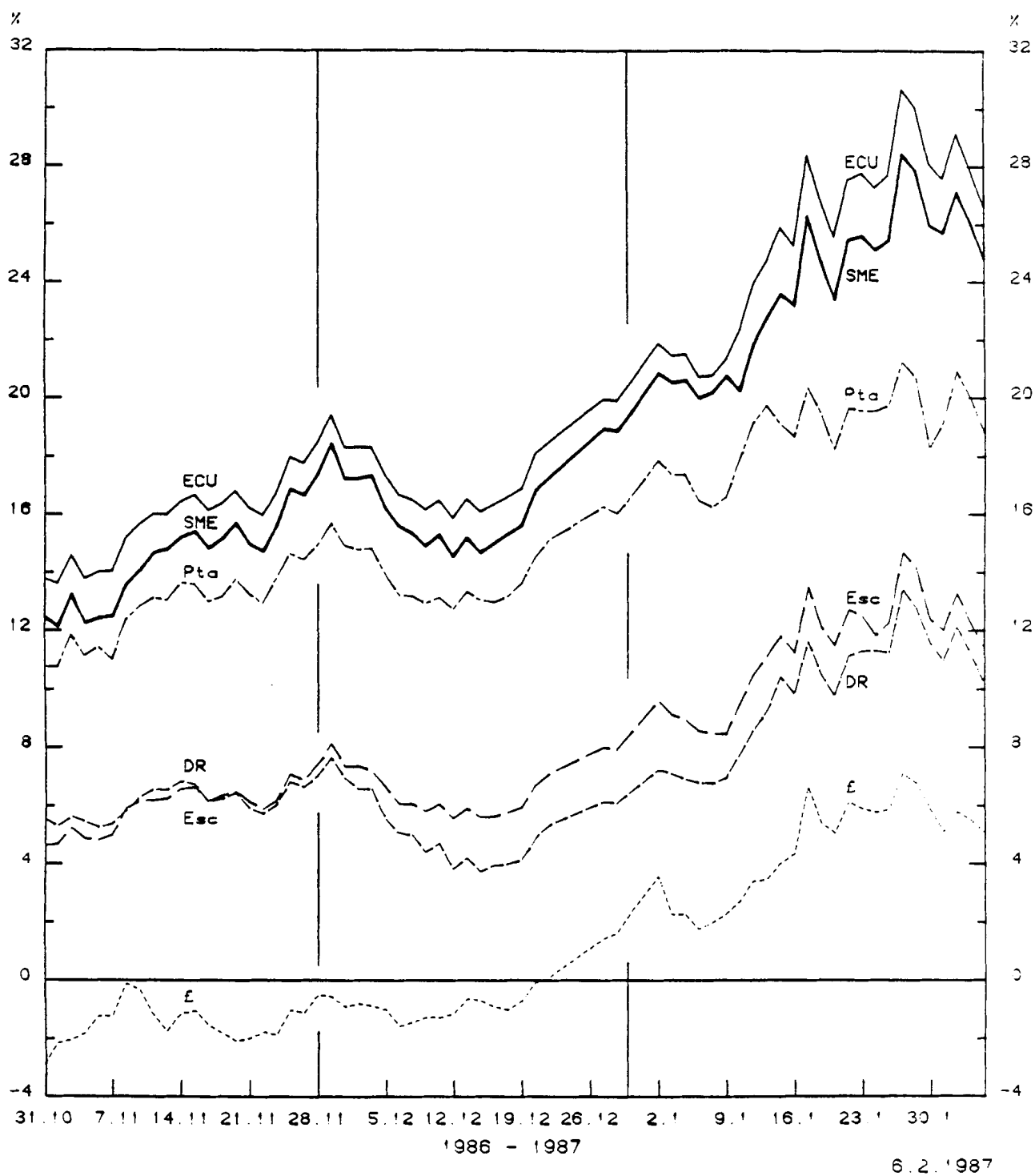
le réalignement, des achats de deutsche marks ont été réalisés principalement par la Banca d'Italia et, à un degré moindre, par la Banque de France.

III. PREMIERS JOURS DE FEVRIER 1987

Le dollar EU a enregistré de très amples fluctuations durant la première semaine de février. Il a toutefois regagné, au total, une partie du terrain perdu en janvier, en raison principalement de la publication de statistiques sur l'économie américaine, meilleures que prévu, et d'indications selon lesquelles l'Administration ne rechercherait pas un nouvel et important affaiblissement du dollar.

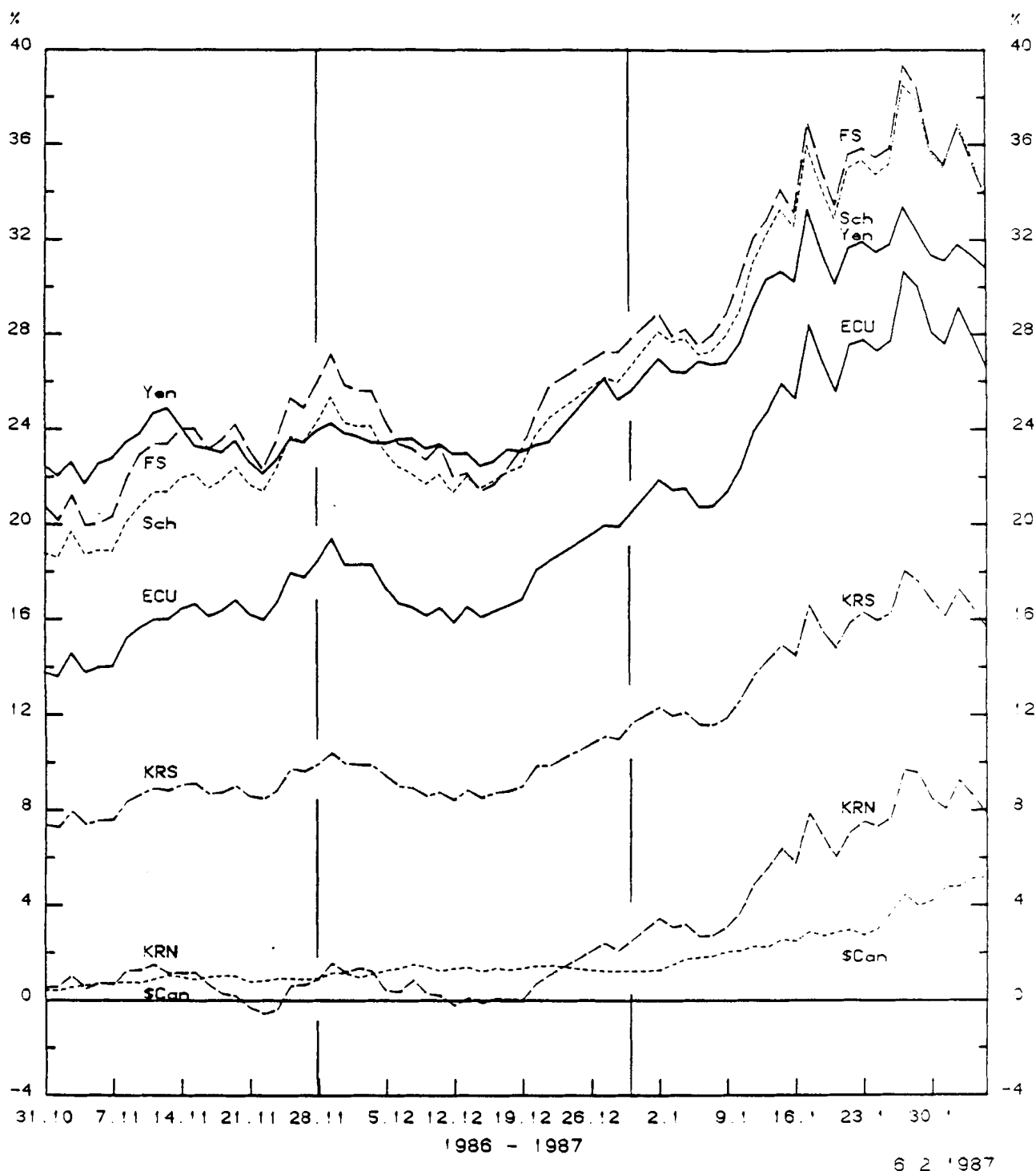
Les positions au sein du SME sont restées pratiquement inchangées au milieu d'indications d'un certain accroissement des reflux de capitaux en faveur de la lire italienne et du franc français.

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



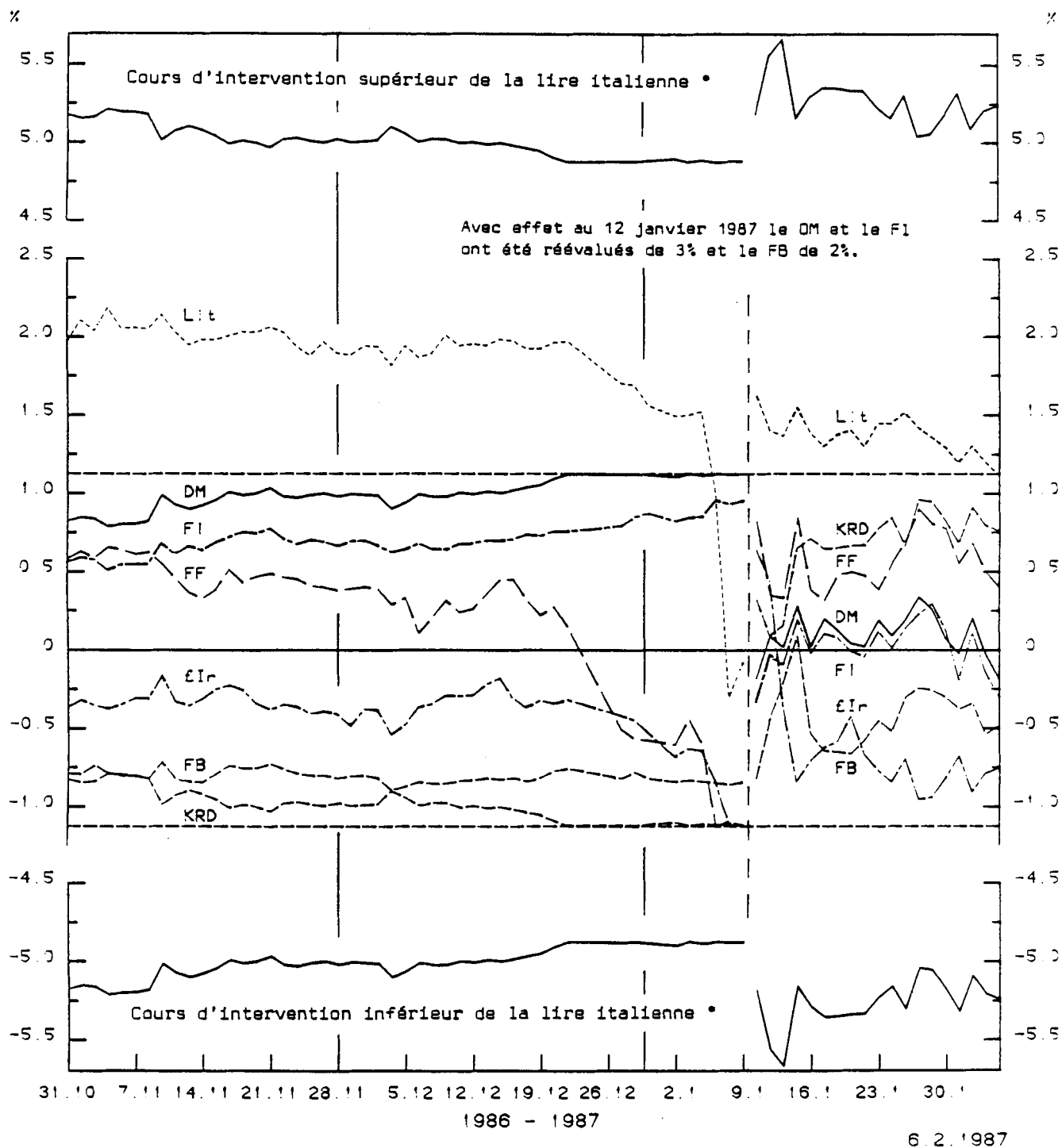
• Voir page suivante.

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



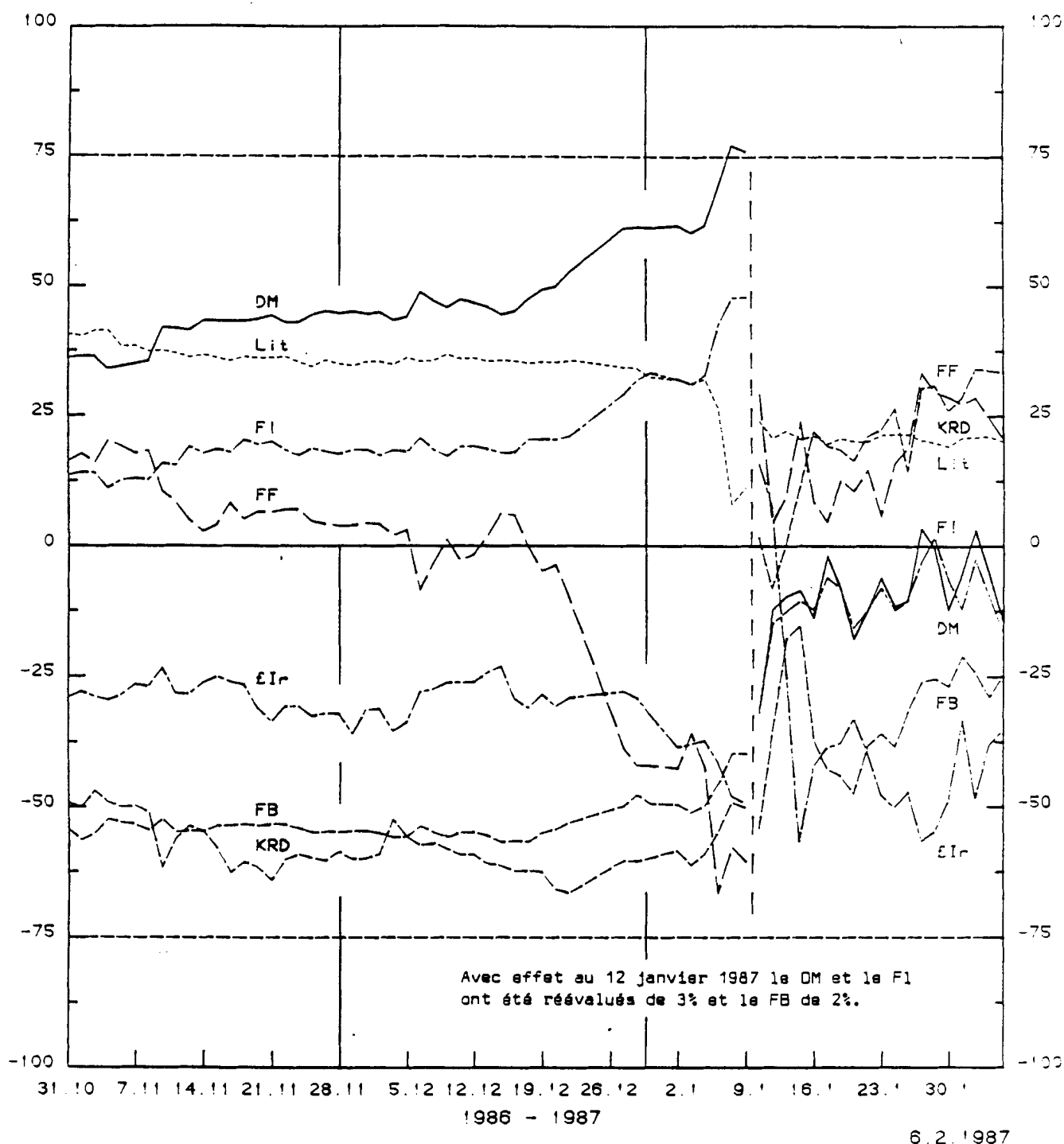
* ECU 1,12622; £ 0,6930; DR 147,7599; PTA 153,7503; ESC 158,4995;
\$Can 1,3975; FS 2,0725; Yen 200,7001; KRS 7,5650; KRN 7,5850;
Sch 17,2901; cours médian des monnaies participant au SME 1,11003. Le
cours médian des monnaies participant au SME représente la moyenne
journalière des cours des deux monnaies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



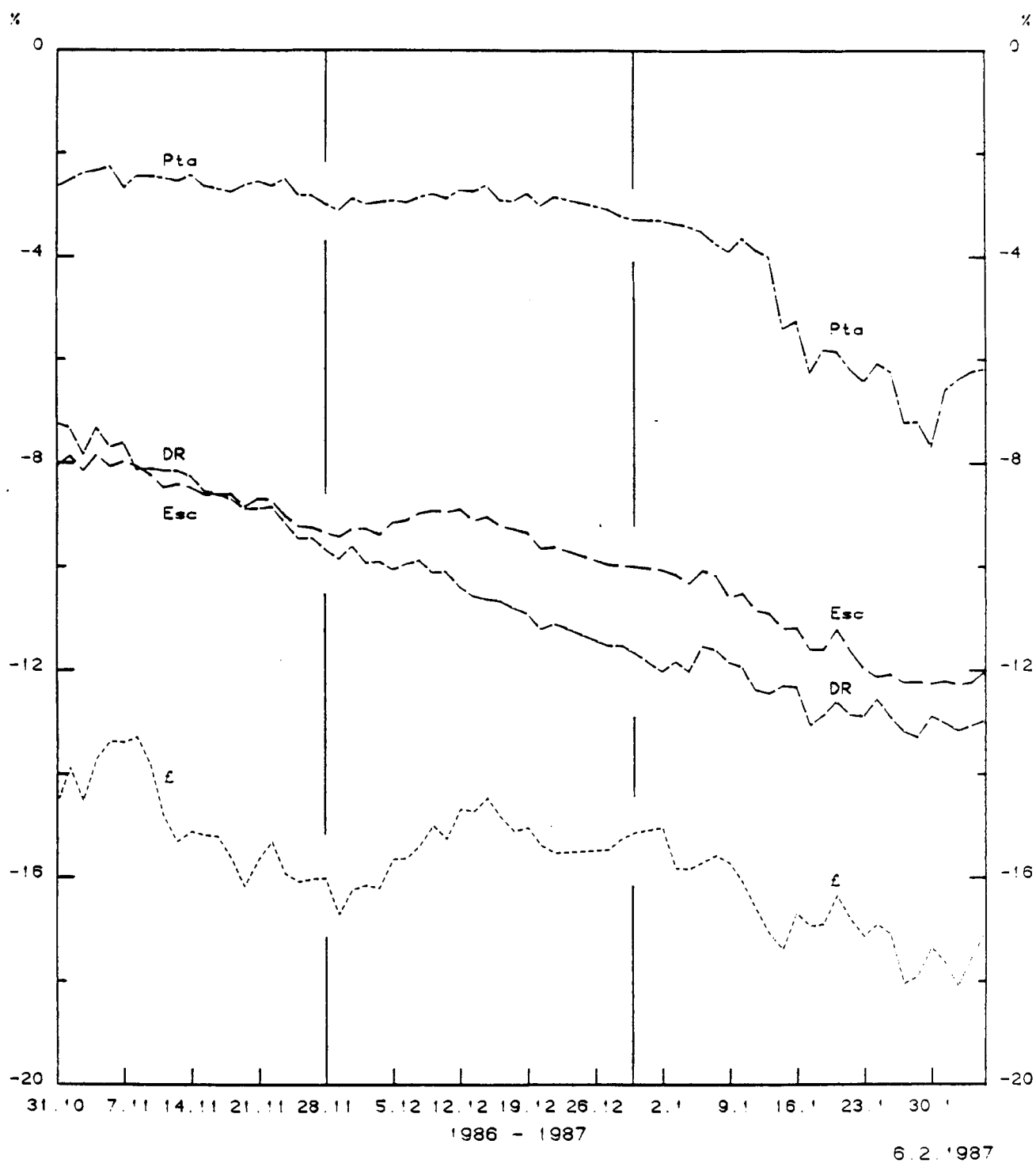
* Les cours d'interventions supérieur et inférieur de la lire italienne représentent l'écart maximal théorique par rapport à la monnaie la plus faible respectivement la plus forte dans la bande de fluctuation étroite de 2,25%.

EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE •



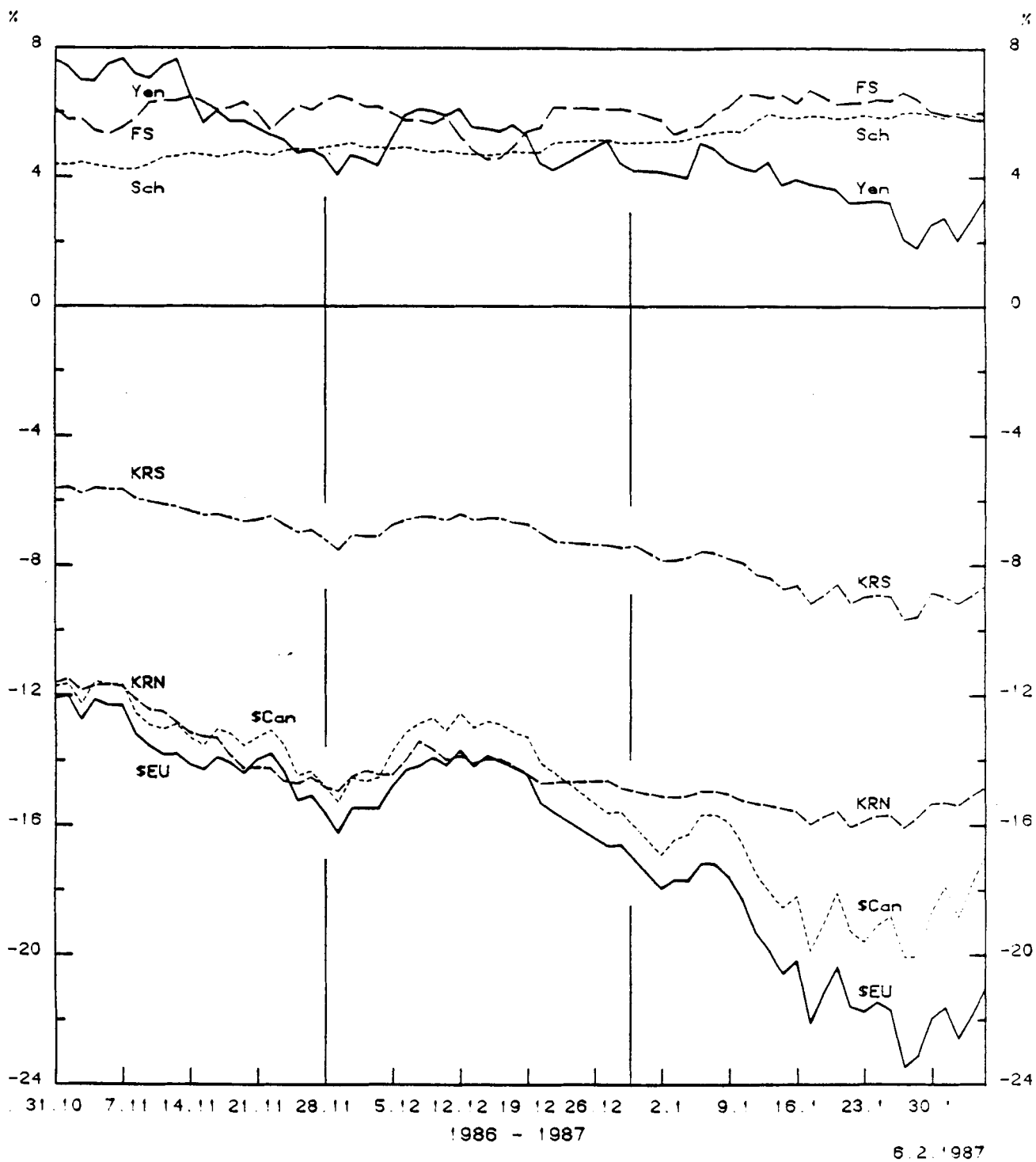
• L'indicateur de divergence a pour but de mesurer, sur une base comparable pour toutes les monnaies participant au mécanisme de change européen, la position d'une monnaie vis-à-vis de son cours-pivot ECU. L'écart maximal de divergence est le pourcentage maximal par lequel le cours de marché de l'ECU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

CREATION OF CERTIFICATES OF DEPOSIT

Portuguese authorities have decided to authorize Banks to issue CD's.

The issue of the CD's shall be governed by the following rules:

- Minimum term: 6 months
- Minimum amount: 5 million escudos (equivalent to ECU 30,000)
- Certificates issued for over 18 months are not submitted to cash reserve requirements.
- Interest rates are freely negotiable (a minimum interest rate for deposits maturing over 6 months does not apply to certificates of deposit).
- Total amount of certificates issued outstanding by a bank cannot exceed 5 times the amount of its own capital.

February, 1987

Banco de Portugal

FORWARD EXCHANGE MARKET CREATED IN PORTUGAL

A forward exchange market started operating in Portugal on February 2nd.

At its initial stage the market shall operate in accordance with the following guidelines:

1. Maximum term: 6 months; extensions can be authorized on a case by case basis under certain conditions.
2. Authorized operations. Banks are authorized:
 - I) To buy foreign currencies against escudos from
 - Residents (non-banks)
 - Other resident banks
 - Non-resident banks
 - II) To sell foreign currencies against escudos to
 - Residents (non-banks)
 - Other resident banks
 - III) To buy and sell foreign currencies against other foreign currencies to
 - Other resident banks
 - Non-resident banks

Banco de Portugal

3. Forward exchange rates are freely agreed upon among parties.
4. Resident banks are allowed to maintain short and long positions, both spot and forward, in foreign currencies. For example they may cover a short forward position by means of a long spot position. The Bank of Portugal only sets global ceilings for each bank (spot + forward) according to their recent past activity in the spot market.
5. The initial reaction of the market appears to be enthusiastic.

It proved to be necessary to introduce some modifications in the operation of the escudo money market which are already under way in order to allow for a normal development of the forward exchange market. The Bank of Portugal intends to follow the market development very closely with the purpose of intervening when necessary and aiming at introducing new liberalizing steps as soon as it seems convenient.