

PROCES-VERBAL*
DE LA 219^e SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS
DES BANQUES CENTRALES DES ETATS MEMBRES
DE LA COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE
TENUE A BALE, LE MARDI 10 NOVEMBRE 1987 A 10 HEURES

Sont présents: le Gouverneur de la Banca d'Italia et Président du Comité, M. Ciampi, accompagné par MM. Dini 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. Linde et Durán; le Gouverneur de la Banque de France, M. de Larosière, accompagné par MM. Waitzenegger et Cappanera; le Gouverneur de la Central Bank of Ireland, M. Doyle, accompagné par MM. O'Grady Walshe et Reynolds; le Président de la Nederlandsche Bank, M. Duisenberg, accompagné par MM. Szász et Brockmeijer; le Gouverneur du Banco de Portugal, M. Tavares Moreira, accompagné par M. Dias; le Gouverneur de la Bank of England, M. Leigh-Pemberton, accompagné par MM. Loehnis et Kirby; le Président de la Commission des Communautés européennes, M. Delors, accompagné par MM. Costa, Louw et Dixon; M. Kees, Secrétaire du Comité monétaire; le Directeur Général de l'Institut monétaire luxembourgeois, M. Jaans. Assiste en outre M. Dalgaard, Président du groupe d'experts. Le Secrétaire Général du Comité, M. Morelli, et son Adjoint, M. Bascoul, et MM. Scheller et Cook sont aussi présents, ainsi que MM. Bockelmann et Dagassan.

Le Président ouvre la séance en souhaitant la bienvenue à M. Costa qui participe pour la première fois aux débats du Comité en tant que Directeur Général des Affaires économiques et financières de la Commission.

* Texte définitif, approuvé lors de la séance du Comité du 12 janvier 1988, présentant par rapport au projet quelques modifications de caractère rédactionnel.

I. Approbation du procès-verbal de la 218e séance

Sous réserve de quelques amendements de caractère rédactionnel qui seront insérés dans le texte définitif, le Comité approuve le procès-verbal de la 218e séance.

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

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

Le Président indique que le Comité va faire, pour la première fois, l'expérience de l'exercice dit de "surveillance". M. Dalgaard rendra compte des travaux préparatoires des experts et M. Dini présentera ensuite les traits essentiels de la discussion des Suppléants. Il s'agit aujourd'hui d'une procédure de caractère expérimental qui devra être affinée au cours des prochaines séances. Il serait utile qu'en conclusion de la discussion des Gouverneurs on recueille les suggestions qui pourraient être adressées aux collaborateurs pour que le système de surveillance se rôde et se développe le mieux possible.

A. Exposé de M. Dalgaard

M. Dalgaard indique que c'est effectivement la première fois qu'il fait rapport au titre de la surveillance sur la base de la réunion que les experts ont eue dimanche après-midi; il précise qu'il essaiera de refléter le plus fidèlement possible les opinions des experts mais que le rapport reste sous sa seule responsabilité.

Les experts ont préparé une série de graphiques montrant l'évolution des taux de change, des taux d'intérêt et des interventions dans les différents pays, et le Secrétariat a présenté un rappel de l'évolution des principales données macro-économiques dans les pays de la CEE. Cette documentation a été remise aux Gouverneurs; elle doit être considérée, tout comme l'exposé, comme une première expérience qui devra être améliorée et affinée au cours des mois à venir. Hier déjà, les Suppléants ont proposé certaines améliorations pour la documentation.

Les deux mois écoulés depuis la séance du Comité de septembre ont été caractérisés par des développements variés sur les marchés des changes. Jusqu'à la mi-octobre, la situation a été en général calme mais, depuis

lors, et en particulier depuis les derniers jours d'octobre, les marchés ont été agités, la baisse brutale du dollar étant à l'origine de ces perturbations. La situation fondamentale de la monnaie américaine n'a pas changé récemment, elle est toujours caractérisée par un énorme déficit de la balance des paiements courants et du budget, et aucune amélioration nette ne paraît imminente. Le dollar est resté néanmoins à peu près stable de fin janvier à la mi-octobre. Cette stabilité résultait essentiellement de la conviction dans le marché que les grands pays feraient tout pour assurer le respect des Accords du Louvre. De fait, ces pays ont démontré leur détermination, d'abord par des interventions massives et ensuite par un sensible élargissement des différentiels de taux d'intérêt obtenu notamment par une hausse des taux américains. Le marché a perdu récemment sa confiance dans les Accords du Louvre à la suite, d'une part, de déclarations de M. Baker et d'autres personnalités paraissant démontrer des désaccords entre les principaux pays, d'autre part, de la réaction américaine à l'effondrement boursier, qui a été interprétée par le marché comme la volonté des autorités américaines de laisser se déprécier le dollar, au moins jusqu'aux élections de novembre 1988. Quelques déclarations en faveur des Accords du Louvre et des interventions modestes pour soutenir le dollar - y compris quelques interventions concertées de la CEE - n'ont pas suffi pour convaincre le marché que les banques centrales feraient plus que simplement ralentir le déclin du dollar.

Il n'y a pas de raison mécanique selon laquelle une baisse du dollar devrait déclencher des tensions graves dans le SME. L'expérience depuis mars 1985, lorsque la monnaie américaine a commencé son long repli, montre que la plupart du temps il n'y a pas eu de problèmes sérieux dans le SME. Cette fois-ci, cependant, la nouvelle baisse du dollar a déclenché des anticipations de réalignement au sein du SME. Dès la mi-octobre, le deutsche mark et le florin ont commencé à s'apprécier à l'égard des autres monnaies du système; cette évolution est devenue plus intense fin octobre avec les rumeurs très généralisées de réalignements. Les tensions sont apparues dans tous les indicateurs (voir graphiques), c'est-à-dire que les taux de change se sont approchés des limites, les différentiels de taux d'intérêt avec le deutsche mark se sont creusés et les interventions se sont accrues. Les tensions ont touché toutes les monnaies du SME mais c'est le franc français qui a été le plus attaqué. La Banque de France a réagi par des interventions très importantes qui ont atteint environ \$7,5 milliards durant une semaine commençant le 29 octobre, dont \$5,5 milliards pendant les deux premiers jours. Ces montants sont très élevés mais il faut les comparer au volume des paiements courants et des mouvements de

capitaux qui sont les uns comme les autres de l'ordre de \$12 milliards par mois. Face à cette pression, la Banque de France a réagi conformément aux principes que les Gouverneurs ont décrits dans leur rapport aux Ministres du 8 septembre 1987, à savoir en utilisant tous les instruments disponibles. Ainsi, les interventions intramarginales ont été effectuées à des cours décroissants, puisque la Banque de France a laissé filer de plus de 2% le cours du franc français par rapport au deutsche mark. Ensuite, le jeudi 5 novembre, les taux officiels français les plus importants ont été relevés de 3/4 de point, mouvement coordonné avec une baisse en Allemagne du taux Lombard et du taux de prises en pension. Cette action coordonnée a fait l'objet d'un communiqué commun des deux banques centrales, suivi d'une déclaration commune des deux Ministres des Finances. Dès jeudi après-midi, 5 novembre, la pression sur le franc français s'est atténuée et l'effet des mesures prises semble avoir été satisfaisant puisque la Banque de France n'est pas intervenue ni le 6 novembre, ni le lundi 9 novembre. Au total, le cas français a été une démonstration de bonne coopération, y compris l'utilisation de la nouvelle facilité de financement des interventions intramarginales qui a été mise en oeuvre pour financer les ventes de deutsche marks à concurrence de \$3,5 milliards fin octobre.

Les autres monnaies du SME ont également subi des tensions mais moins aiguës. Par exemple, la Banca d'Italia a réagi en laissant glisser la lire de 2% fin octobre, ce qui a suffi à stabiliser le marché sans requérir d'importantes interventions et une hausse des taux officiels.

En faisant le bilan de la situation dans le SME, les experts ont estimé que les problèmes ont été jusqu'ici bien gérés. Il semble que les tensions pourraient disparaître s'il n'y a pas de nouveaux chocs externes. Les experts ont cependant considéré qu'il est difficile d'apercevoir ce qui pourrait arrêter le déclin du dollar et si ce déclin se poursuivait, des tensions pourraient rapidement réapparaître et conduire à des problèmes difficiles à maîtriser.

En effet, les taux de change sont à présent proches des limites, de telle sorte qu'il ne reste plus beaucoup de marge disponible. Dans certains pays, atteindre les limites pourrait susciter des anticipations malsaines d'un réalignement imminent. On peut, bien sûr, encore jouer sur les taux d'intérêt mais ce serait difficile politiquement, à la fois pour abaisser à nouveau les taux en Allemagne et aux Pays-Bas et pour les relever encore une fois dans d'autres pays où les taux réels sont déjà très élevés, compte tenu de la conjoncture.

Les experts ont également examiné brièvement la situation des autres monnaies de la CEE. La livre sterling a été très stable durant les mois récents et s'est comportée presque comme un participant au mécanisme de change avec un plafond de DM 3 pour 1 £. La livre a été soumise à des pressions à la hausse mais la faiblesse du dollar l'a aidée car, en pareil cas, elle a tendance à s'affaiblir vis-à-vis des autres monnaies européennes. La Bank of England est intervenue assez énergiquement et a aussi accepté une certaine baisse des taux d'intérêt. L'effondrement récent de la Bourse a rendu acceptable cette baisse.

En Espagne, il y a eu des problèmes depuis le printemps, en ce sens que des taux d'intérêt élevés ont entraîné des importations de capitaux qui ont conduit à une appréciation de la peseta jusqu'en septembre. La baisse du dollar a eu un effet calmant sur cette appréciation. Le cours de la peseta s'est replié, des sorties de capitaux importantes se sont produites, ce qui a permis de réduire la liquidité, et les taux d'intérêt ont baissé.

La drachme grecque et l'escudo portugais n'ont pas connu de problèmes particuliers.

M. Dalgaard termine son exposé par quelques brèves remarques sur deux points. Il attire tout d'abord l'attention sur le fait que l'opération de mobilisation d'Ecus, faite par la Banca d'Italia en septembre, ne s'est pas déroulée aussi harmonieusement que la fois précédente parce qu'une des banques centrales de la CEE n'a pas observé les délais stipulés. En conséquence, il y a eu un retard de deux jours dans la perception des fonds par la Banca d'Italia et ce retard a donné lieu à une certaine confusion parmi les autres banques centrales qui n'ont pas su, jusqu'au dernier moment, quelle était la date de valeur de l'opération.

Les installations générales du nouveau réseau téléphonique de concertation sont en place dans les banques centrales et les stations de travail sont souvent déjà dans les bureaux, ce qui signifie que les participants à la séance du Comité ont ou auront bientôt un appareil les reliant au réseau. Celui-ci va être soumis à différents tests mais, dès à présent, le réseau peut être utilisé pour des conversations bilatérales et les experts de la CEE l'ont utilisé, vendredi 6 novembre, pour leur concertation préparatoire au premier exercice de surveillance.

B. Exposé de M. Dini

Les Suppléants ont eu un échange de vues très ouvert et dense sur les raisons qui ont conduit à la reprise des pressions à la baisse sur le

dollar, sur la situation actuelle et sur les perspectives. Il a été noté que, dans une certaine mesure, les marchés ont sous-estimé l'amélioration réelle qui est en cours dans les flux commerciaux, donnant trop d'attention aux chiffres nominaux et ont estimé que les politiques budgétaires n'ont pas apporté un soutien suffisant. Le caractère relativement modeste des interventions sur le marché des changes de la "Federal", comparées à celles d'autres banques centrales, a aussi contribué à faire penser que les Etats-Unis étaient de moins en moins disposés à observer l'Accord du Louvre.

La préservation de la stabilité des taux de change a nécessité un relèvement des taux d'intérêt aux Etats-Unis, ce qui a tendu à entraîner les taux d'intérêt à la hausse dans d'autres pays. Après l'effondrement du marché boursier, il est apparu clairement que les autorités américaines n'étaient plus disposées à accepter de nouvelles hausses de taux d'intérêt pour soutenir le dollar; les taux d'intérêt américains ont effectivement baissé depuis lors.

Plusieurs Suppléants ont estimé que l'inconsistance entre les objectifs de taux de change de l'Accord du Louvre et les déséquilibres sous-jacents dans les données fondamentales a fait peser une charge croissante sur la politique monétaire, au point qu'il est devenu apparent que le coût de la stabilisation des taux de change en termes de politiques de taux d'intérêt était devenu trop élevé.

En ce qui concerne l'évaluation de la situation actuelle et des perspectives, les Suppléants sont d'avis que seule une action significative prise par les Etats-Unis pour réduire leur déficit budgétaire serait à même de réduire l'incertitude extrême qui règne sur les marchés et de rétablir une certaine orientation. Certains Suppléants ont souligné la nécessité d'un signal similaire, mais de sens opposé, du côté de l'Allemagne. Le représentant de la Bundesbank a indiqué toutefois que le cadre institutionnel budgétaire de la République fédérale rend difficile et peu probable l'avancement des mesures de réforme fiscale prévues pour 1990.

Plusieurs Suppléants ont mis en relief l'importance que les conséquences de la chute de la Bourse pourrait avoir sur la tendance du dollar. Ainsi, un effet négatif sur la consommation et la dépense interne peut être attendu aux Etats-Unis mais beaucoup moins dans les pays européens; cet effet pourrait contribuer à modérer la pression sur le dollar en facilitant l'ajustement externe. Il a été relevé en outre que, aux Etats-Unis, le sentiment se répand que les risques d'inflation ont été amoindris par la chute de la Bourse et qu'un repli supplémentaire du dollar pourrait ne pas avoir d'effets dangereux sur les prix.

Les Suppléants ont estimé que, étant donné la réticence de la "Federal" à intervenir et l'orientation actuelle plus libérale de sa politique monétaire, les pays européens ne peuvent pas faire grand-chose pour s'opposer à une pression à la baisse sur le dollar. Il ont été largement d'accord sur la nécessité de rendre les politiques internes plus consistantes avec l'ajustement externe, spécialement aux Etats-Unis, et que entre-temps on devait espérer que les marchés des changes se stabilisent approximativement autour des niveaux actuels.

Dans leur discussion sur l'évolution au sein du SME, les Suppléants ont unanimement partagé le jugement positif à l'égard de la qualité de la coopération dans le système et des mesures récemment convenues pour faire face aux pressions sur les taux de change. Ils ont observé, toutefois, que les tensions au sein du SME sont susceptibles de reprendre si le dollar continue à baisser.

Un Suppléant a souligné que, si cela devait être le cas, il serait essentiel de résister aux pressions du marché car, à son avis, il est important de dissiper la notion qu'un déclin du dollar entraîne nécessairement un réalignement, ce qui peut en soi donner naissance à des flux de capitaux déstabilisants au sein du SME. D'autres Suppléants, cependant, ont noté que la marge de manoeuvre pour absorber de manière flexible les pressions sur les taux de change et pour modifier les taux d'intérêt était limitée dans les pays du SME. En fait, les taux d'intérêt sont déjà très élevés en termes réels dans les pays dont la monnaie est potentiellement faible et bas en termes nominaux dans les pays dont la monnaie est potentiellement forte.

C. Discussion du Comité

Le Président ouvre la discussion en proposant de se concentrer d'abord sur les problèmes de fond présentés dans les exposés de MM. Dini et Dalgaard, et d'aborder ensuite les questions de procédure.

M. Godeaux rappelle que, dans la déclaration du Président des Gouverneurs du Groupe des Dix, un paragraphe a une importance toute particulière, à savoir celui qui souligne les efforts et les succès de la coopération monétaire européenne. En effet, dans les circonstances actuelles, le SME représente plus que jamais la seule oasis de stabilité. On assistera sans doute à une baisse supplémentaire du dollar dans les prochaines semaines et, puisque le premier exercice de surveillance rapprochée est engagé, la question qui se pose est "que peut-on faire d'autre, de plus, de mieux que

ce qui a été fait jusqu'à présent?". La relation entre la Bundesbank et la Banque de France et les réactions que ces deux grandes banques centrales ont organisées de concert l'une avec l'autre ont été un exemple de l'utilisation efficace des moyens que l'accord récent des Gouverneurs rendait possible. Mais quelle leçon peut-on tirer de cet exemple et peut-on l'extrapoler? Comment peut-on se préparer s'il convient de défendre un système exposé à des dangers et peut-on apporter une réplique européenne efficace à la situation de désordre actuelle?

Le Président considère que l'intervention de M. Godeaux confirme l'orientation générale des exposés de MM. Dini et Dalgaard, c'est-à-dire qu'il est difficile de prédire avec précision des évolutions et des comportements. La politique de change doit être définie au fil des événements mais ce qui s'est produit ces derniers temps fournit des éléments pouvant inspirer la conduite future. Ainsi, tous les instruments disponibles, ont été mis en oeuvre pour maintenir la cohésion à l'intérieur du SME et répondre aux agitations dues au déclin du dollar. L'utilisation des instruments, à savoir, des interventions intramarginales, une plus large exploitation des bandes de fluctuation et des politiques de taux d'intérêt différenciées a été efficace et satisfaisante. Est-il possible de faire davantage et d'avoir des coordinations supplémentaires des politiques?

M. Pöhl considère, comme M. Godeaux, que le dernier tiret de sa déclaration a une grande importance car il est essentiel de montrer à l'Europe et au reste du monde que le SME existe et qu'il fonctionne de manière efficace. M. Dalgaard a rappelé avec juste raison que la baisse du dollar n'entraîne pas automatiquement des tensions dans le SME. M. Hoffmeyer avait déjà souligné cela, estimant que les tensions dépendent largement des politiques menées par les pays participants. Le SME a été mieux géré que dans des situations difficiles précédentes; l'accord des Gouverneurs de septembre a été mis en oeuvre et on a notamment fait usage de la souplesse dans les bandes de fluctuation. Malgré les contraintes intérieures existant dans tous les pays, les taux d'intérêt ont été largement mis en jeu. La Banque de France a été courageuse de relever son taux officiel de 3/4 de point à un moment où les autres banques centrales abaissaient les leurs; la Bundesbank a contribué autant que possible à ce mouvement. Des interventions intramarginales massives ont été faites; elles ont toutefois des conséquences sur la liquidité dans le pays de la monnaie utilisée dont il faut tenir compte. Il est clair que la situation actuelle est différente de celle de janvier 1987 par exemple. Il n'y a aucune raison de réaligner les parités et il serait en tout cas mauvais de céder chaque fois que le système est soumis à

des pressions. Mais si dans la plus mauvaise hypothèse les cours limites sont atteints et des interventions considérables sont nécessaires, il serait raisonnable d'espérer un certain retournement car, plus cela dure, plus cela coûte aux opérateurs et ceux-ci devraient se décourager après un certain temps. La condition du succès est toutefois que la politique soit menée de manière convaincante. Il ne s'agit pas de déclarer qu'il n'y aura pas de réaligement, ce qui n'est pas crédible, mais d'agir avec détermination.

On doit, par ailleurs, être réaliste et supposer que les Etats-Unis ont changé effectivement d'orientation à l'égard du dollar, c'est-à-dire que leur priorité va vers des taux d'intérêt plus bas pour éviter la récession, et pas vers la stabilisation de leur monnaie. Il est certainement important que les Etats-Unis évitent une récession mais un nouveau déclin du dollar risque de les amener dans une situation semblable à celle de 1979 et de les contraindre à appliquer une politique plus restrictive que celle qu'ils auraient faite en s'en tenant à l'Accord du Louvre. Quoiqu'il en soit, il existe aux Etats-Unis, comme ailleurs, plusieurs camps et il faudra observer l'issue de ce débat interne. L'Europe n'est pas en mesure de stabiliser le dollar; même des interventions plus importantes n'y réussiraient pas dès lors que la "Federal" s'abstient et que les politiques appropriées ne sont pas menées aux Etats-Unis. Ce qui compte, c'est de garder intact le SME, et la Bundesbank est prête à faire tout ce qu'il faudra pour réaliser cet objectif.

Le Président reprend les derniers mots de M. Pöhl pour souligner l'impossibilité de prédire où débouchera le processus en cours, et le fait que l'Europe n'est pas capable seule de stabiliser le dollar et qu'il est donc très important de mener des politiques de plus en plus concertées dans le SME.

M. de Larosière se déclare en très large accord avec les intervenants précédents: la stabilisation du SME est un point central dans la conjoncture monétaire actuelle et la leçon des derniers événements est claire. Le mécanisme de financement des interventions intramarginales récemment décidé a été mis en oeuvre. La marge de flexibilité offerte par la bande de fluctuation a été utilisée et on n'a pas hésité à décaler le franc français de 1 1/2% par rapport au deutsche mark entre le 28 et le 29 octobre, ce qui a ralenti puis arrêté les prises de position contre le franc. Il faut voir que les gains que peut espérer le spéculateur en cas de réaligement peuvent être négatifs, étant donné la convergence des rythmes de désinflation dans plusieurs des pays du SME. Il est donc crucial de ne pas maintenir le taux de change à un niveau trop élevé dans la bande quand une monnaie est attaquée;

c'est ce qui a été fait en France en s'inspirant aussi d'exemples récents offerts par le Danemark. Une telle manière de procéder doit être clairement exposée et un communiqué a été précisément publié à Paris pour expliquer au public que l'utilisation technique de la marge est faite pour frapper la spéculation.

Une action vigoureuse sur les taux d'intérêt a été entreprise en liaison avec la Bundesbank; elle avait été très utilement précédée par l'action de la Nederlandsche Bank et accompagnée aussi par d'autres, comme la Bank of England. Le différentiel de taux d'intérêt est très important à surveiller. Ainsi, l'écart entre les taux à 3 mois, français et allemands, s'est réduit de près de 4% en août-septembre à 3,25% en octobre, ce qui a rendu la situation plus fragile. Il n'était pas indiqué de relever les taux en France alors que la crise boursière se développait. Il conviendrait donc, à l'avenir, d'avoir une action préventive encore plus coordonnée sur les écarts de taux d'intérêt.

M. de Larosière souscrit entièrement à ce qui a été dit sur la nécessité de renforcer le fonctionnement du SME et pense, comme M. Pöhl, qu'il n'y a aucune justification technique à un réaligement. Il faut donc démontrer que celui-ci n'aura pas lieu. Les écarts de taux d'intérêt et les positions dans la bande devraient finir par laisser ceux qui prennent des positions en fin de compte coûteuses. Tout cela est évidemment très lié au contexte international et il faut donc éviter d'adopter une attitude passive à l'égard du dollar. L'évolution de ce dernier est essentielle pour la compétitivité européenne et le fonctionnement du système monétaire international, et l'Europe doit se montrer insistante sur le processus de décision aux Etats-Unis dans ce domaine.

M. Duisenberg marque son accord avec les propos de MM. Pöhl et de Larosière concernant un réaligement. Les événements récents ont montré qu'un effort bien coordonné utilisant les instruments disponibles est efficace. La Nederlandsche Bank est heureuse d'avoir participé à cette action coordonnée; d'autres pays en dehors de la CEE l'ont aussi fait, comme la Suisse. En revanche, la baisse des taux d'intérêt des banques américaines s'est produite à contre courant.

M. Duisenberg n'est pas aussi pessimiste que M. Pöhl sur l'attitude des autorités américaines à l'égard du dollar. Certains signes, comme des interventions même modestes de la "Federal", permettent de penser qu'elles ne sont pas revenues au "benign neglect" et qu'elles pourraient prendre des mesures crédibles. L'Europe a fait la démonstration qu'elle pouvait et savait agir; l'action la plus importante devrait maintenant venir des Etats-Unis.

M. Hoffmeyer est également d'avis qu'il ne sert à rien de déclarer qu'il n'y aura pas de réalignement, ce n'est pas crédible. En revanche, sans mentionner de cours spécifique, il serait utile que les grands pays fassent connaître leur intention de stabiliser le dollar; une telle action stabiliserait aussi indirectement le SME.

Le Président présente quelques commentaires concernant l'Italie. Il remercie tout d'abord les Gouverneurs pour leur participation à l'opération de mobilisation d'Ecus faite par la Banca d'Italia en septembre, à la veille de la réunion de Nyborg. A ce moment-là, la politique de change de la Banca d'Italia visait à défendre un certain niveau de la lire dans la bande, car l'impression était que les pressions venaient de l'intérieur et spéculaient sur un réajustement important de la lire. En outre, le gouvernement italien préparait le budget de 1988 et un affaiblissement et, éventuellement, une dévaluation de la lire auraient été vus comme une sanction du laxisme économique, d'autant plus qu'une reprise de l'inflation se manifestait. Ce qui s'est produit par la suite a confirmé le bien-fondé de la politique suivie. En effet, il y a eu un reflux de devises et la Banca d'Italia a racheté des deutsche marks pour un montant supérieur aux ventes précédentes et à un cours inférieur. Si l'on tient compte des différences de taux de change et des commissions bancaires, les opérateurs qui avaient pris des positions ont vraiment perdu, ce qui aura eu un effet éducatif.

La politique de la Banca d'Italia a été différente en octobre, étant donné que les tensions ne correspondaient pas à des attaques contre la lire mais concernaient l'ensemble du système. Comme la Banque de France l'a fait, la Banca d'Italia a laissé glisser le cours de sa monnaie de 2% environ et, en termes nets, il n'y a pas eu d'interventions. La politique de taux d'intérêt n'a pas comporté de relèvement des taux officiels étant donné qu'une hausse avait été opérée en septembre, mais les taux des titres d'Etat ont été augmentés.

Le Président reprend le débat général pour indiquer qu'il partage un peu le sentiment de M. Duisenberg, à savoir que les autorités américaines paraissent s'être désintéressées un certain temps du sort de leur monnaie, mais que parmi elles certaines estiment que l'on a été trop loin. S'il est évident que, à elle seule, l'Europe ne peut pas redresser le dollar, le comportement collectif permettra de pousser dans la bonne direction. Par conséquent, l'élément de confiance et de stabilité que le SME représente débordé les intérêts additionnés des pays participants. Dans cet esprit, il est important d'utiliser tous les instruments disponibles et il est clair que l'Accord de Bâle/Nyborg de septembre a été très utile; sans lui,

les banques centrales auraient eu moins de moyens disponibles pour gérer en souplesse le SME.

M. Delors souligne que la Commission se réjouit de l'accord intervenu en septembre entre les Gouverneurs et ratifié aujourd'hui et aussi de la manière dont il a été appliqué. Il rappelle qu'entre octobre 1986 et janvier 1987 le dollar est passé, en termes de deutsche mark, de 2,04 à 1,857 et qu'on a abouti en particulier en janvier 1987 à une des plus pénibles réunions des Ministres des Finances et des Gouverneurs. Cette fois-ci, entre la mi-août et le 9 novembre 1987, le repli du dollar a été plus fort, de 1,857 à 1,66, et le SME a trouvé, grâce à l'accord des Gouverneurs, les moyens de résister et de démontrer qu'il n'y avait aucune raison objective interne au système de réaligner les parités. La Commission a publié un communiqué pour saluer l'initiative de la Nederlandsche Bank, l'action conjointe franco-allemande et les autres décisions, comme celle de la Bank of England, qui ont démontré la capacité de résistance de l'Europe.

M. Delors se déclare un peu préoccupé par des propos d'officiels américains tendant à présenter le SME comme un obstacle à l'ajustement des taux de change puisqu'il empêcherait le deutsche mark de s'apprécier autant que les Etats-Unis le souhaiteraient. Quelle que soit la portée de ces propos ou d'autres qui ne peuvent que compliquer la tâche des banques centrales européennes, il est important de répéter qu'il n'y a pas de raison objective à un réalignement des parités. Il semble clair toutefois que tant que l'on ne se sera pas attaqué aux données fondamentales, il sera difficile de retrouver une crédibilité suffisante sur les marchés. Autrement dit, il faudrait un "Louvre" avec des décisions américaines énergiques dans le domaine budgétaire et quelques mesures en Europe.

Le Président observe que la déclaration du Président des Gouverneurs du Groupe des Dix, du 9 novembre, va dans le sens de M. Delors et d'ailleurs la presse, aujourd'hui, souligne que les Gouverneurs ont renvoyé la balle aux gouvernements pour les politiques autres que monétaires.

S'agissant de la procédure, le Président indique que le Comité peut confirmer ce qui a été expérimenté cette fois-ci, c'est-à-dire que le "Groupe Dalgaard" est invité à poursuivre dans la voie retenue. Aujourd'hui, les questions étaient si importantes qu'il n'était pas difficile de susciter un débat riche et abondant. A l'avenir, la surveillance ne devrait pas constituer un examen de tous les pays pour faire une sorte de tour d'horizon complet, mais il faudrait se centrer sur les grands enjeux du moins dans la perspective, notamment, d'une discussion des actions pour le mois à venir.

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

Le Président observe que la substance du rapport a déjà été d'une part largement présentée par M. Dalgaard, d'autre part discutée par les Gouverneurs; il constate que le Comité approuve le rapport qui sera transmis aux Ministres des Finances des pays de la CEE selon la procédure habituelle.

IV. Signature de l'Acte relatif à l'adhésion du Banco de Portugal à l'Accord sur le SME

Le Président indique que les Gouverneurs vont être invités à signer l'Acte d'adhésion du Banco de Portugal à l'Accord sur le SME dans les trois versions habituelles, allemande, anglaise et française, qui vont être présentées aux Gouverneurs; ceux-ci procèdent à la signature et le Président souhaite la bienvenue au Banco de Portugal dans le SME.

V. Mise en oeuvre des mesures de renforcement du SME adoptées par les Gouverneurs le 8 septembre 1987:

- Signature de l'Acte relatif à l'Accord du 13 mars 1979 fixant entre les banques centrales des Etats membres de la Communauté économique européenne les modalités de fonctionnement du SME;
- Adoption des inscriptions au procès-verbal de la séance;
- Adoption de la procédure de surveillance à suivre à l'avenir

Les Gouverneurs procèdent à la signature de l'Acte relatif à l'Accord sur le SME dans les trois versions habituelles, allemande, anglaise et française.

M. Pöhl fait deux observations. Il rappelle qu'il n'a pas été facile de faire accepter l'accord de septembre au Conseil de la Bundesbank et l'opinion publique en Allemagne. Il serait donc souhaitable que, s'agissant des interventions intramarginales susceptibles d'être financées, la règle de la consultation et de l'approbation préalables soient observées strictement.

En second lieu, M. Pöhl estime que les aménagements adoptés par les Gouverneurs constituent un véritable pas en avant. Il conviendrait donc maintenant d'assurer une certaine pause dans les débats sur le

fonctionnement du SME. Les perfectionnements des éléments existant sont certes toujours possibles mais, si des discussions doivent avoir lieu, elles devraient se tenir dans le Comité des Gouverneurs et pas sur la place publique, sinon on suscite à nouveau des attentes et on pourrait causer des difficultés en Allemagne qui ne serviraient pas du tout l'objectif recherché.

Le Président indique que effectivement le financement d'interventions intramarginales doit faire l'objet d'un accord préalable entre les banques centrales intéressées et cette règle, qui n'est pas une pure formalité, doit être respectée conformément à l'esprit de l'accord intervenu.

M. de Larosière tient à remercier M. Pöhl pour la manière très coopérative avec laquelle a été mise en oeuvre la facilité de financement de l'Accord de Bâle/Nyborg.

Le Président souligne qu'il s'est agi d'une démonstration par anticipation de l'efficacité du mécanisme, grâce à l'esprit de coopération qui règne entre les Gouverneurs.

M. Delors signale que le Conseil européen de décembre 1985 a demandé à la Commission d'établir un rapport sur l'évolution de l'Union économique et monétaire, rapport qui doit être remis au plus tard au Conseil européen de Copenhague, les 4 et 5 décembre 1987. Afin d'éviter les inconvénients évoqués par M. Pöhl, M. Delors se déclare prêt à transmettre un texte aux Gouverneurs avant le Conseil européen.

Le Président indique que, sans aucun doute, les Gouverneurs verront avec intérêt un texte de la Commission dans lequel celle-ci pourrait, tout en accomplissant ses devoirs, tenir compte des soucis du Comité. Ainsi, il serait souhaitable de mettre notamment en relief les améliorations mises en place et la manière dont elles ont été appliquées.

Comme M. Pöhl, M. Hoffmeyer est d'avis que, à ce stade, l'évocation de propositions ou idées sur de nouvelles améliorations techniques pour le SME serait contre-productive.

- Adoption des inscriptions au procès-verbal de la séance

- Utilisation du mécanisme de financement à très court terme pour les interventions intramarginales

En ce qui concerne l'utilisation du mécanisme de financement à très court terme prévu par l'Article 6.1 de l'Accord sur le SME, les Gouverneurs confirment leur accord du 8 septembre 1987. Les banques centrales de la CEE accepteront une présomption selon laquelle, dans le mécanisme de change du SME défini dans la Section I de l'Accord sur le SME, les interventions intramarginales acceptées par la banque centrale émettrice de la monnaie

d'intervention pourront bénéficier du financement à travers le FECOM dans les conditions suivantes:

- le montant cumulatif d'un tel financement ne doit pas excéder 200% de la quote-part débitrice de la banque centrale débitrice dans le soutien monétaire à court terme;
- la banque centrale débitrice est également prête à utiliser ses avoirs existants dans la monnaie à vendre dans le cadre de l'intervention pour des montants à convenir;
- les règlements se feront en conformité avec les dispositions de l'Article 16.1 de l'Accord sur le SME. La banque centrale créancière se réserve le droit de demander le règlement dans sa propre monnaie si cela apparaît nécessaire à la lumière des conditions monétaires dans son pays, compte tenu de la situation des réserves de la banque centrale débitrice.

Les Gouverneurs conviennent en particulier que:

- le terme "montant cumulatif" est défini comme le total de l'endettement encouru par une banque centrale au titre de l'utilisation du mécanisme de financement à très court terme pour toutes les interventions intramarginales;
- les Articles 7 à 16 de l'Accord du SME sont pleinement applicables aux créances et dettes résultant du financement à très court terme des interventions intramarginales sous réserve de la condition susmentionnée selon laquelle une banque centrale créancière se réserve le droit de demander le règlement dans sa propre monnaie;
- il appartient à la banque centrale créancière de juger si le règlement dans sa propre monnaie se révèle nécessaire à la lumière des conditions monétaires;
- le droit de la banque centrale créancière de demander le règlement dans sa propre monnaie n'existe qu'à l'égard de la banque centrale qui a bénéficié du financement à très court terme d'interventions intramarginales et n'est exercé que dans la mesure où cette banque centrale débitrice détient des avoirs dans la monnaie de la banque centrale créancière;
- si, par suite des compensations automatiques prévues par l'Article 13 de l'Accord sur le SME, la créance de la banque centrale créancière est réglée par une banque centrale autre que la banque centrale qui a bénéficié du financement à très court terme des interventions intramarginales, la banque centrale créancière aura

le droit de demander à la banque centrale débitrice initiale de convertir en sa propre monnaie (monnaie du créancier) les actifs de réserve reçus au titre des opérations de règlement, sous réserve des conditions mentionnées ci-dessus sous c) et d).

- Acceptation d'Ecus dans les règlements

En ce qui concerne l'acceptation d'Ecus dans les règlements, précisée à l'Article 16.1 de l'Accord sur le SME, les Gouverneurs confirment leur accord conclu le 8 septembre 1987. Les banques centrales de la CEE sont convenues d'accepter le règlement en Ecus des créances exigibles au titre du financement à très court terme au-delà de leurs obligations précisées à l'Article 16.1 de l'Accord sur le SME et jusqu'à 100%, pour autant:

- qu'il n'en résulte pas une composition déséquilibrée de leurs réserves, ni
- des positions débitrices et créditrices nettes excessives en Ecus.

Les Gouverneurs ont décidé qu'au terme de deux années d'expérience les règles formelles relatives à l'Ecu officiel seront soumises à un examen au sein du Comité des Gouverneurs dans le cadre des dispositions générales de l'Article 21 de l'Accord sur le SME.

- Procédure de surveillance renforcée

Les Gouverneurs confirment leur accord du 8 septembre 1987 concernant une procédure de surveillance renforcée. En vue d'encourager une utilisation plus efficace des instruments disponibles pour le maintien de la cohésion en matière de change au sein du SME, les Gouverneurs sont convenus de renforcer, dans le cadre du Comité des Gouverneurs, la procédure de surveillance conjointe de l'évolution de la situation et des politiques économiques et monétaires en vue de parvenir à des évaluations communes des conditions en vigueur et des réactions appropriées sur le plan des politiques.

- Adoption de la procédure de surveillance à suivre à l'avenir

M. Dalgaard résume les propositions faites par les experts dans le Rapport No 62. La surveillance de l'évolution des marchés monétaires et des marchés des changes et l'analyse des actions menées seraient préparées chaque mois par les représentants des banques centrales de la CEE au "Groupe concertation" présidé par M. Dalgaard. Un premier examen sera effectué, en principe le vendredi après-midi précédant les séances mensuelles de Bâle, sur le nouveau réseau de téléconcertation. L'examen se poursuivra le lundi

matin à 8 heures par une réunion des experts de la CEE avant la réunion des Suppléants. De la sorte, le Président du groupe d'experts pourra présenter les résultats de ce travail préparatoire aux Suppléants. Des rapports oraux seraient ensuite présentés par les Présidents du groupe d'experts et du Comité des Suppléants au Comité des Gouverneurs à la séance du mardi. Les Gouverneurs recevront également les nouveaux graphiques et tableaux sur l'évolution des marchés examinés par les experts, ainsi qu'une documentation, en partie également nouvelle, sur les données économiques fondamentales. L'ensemble de ces documents devrait être préparé par le Secrétariat qui devra s'organiser en conséquence.

La réunion pour la mise au point du "Rapport concertation" destiné aux Ministres des Finances, qui se tenait traditionnellement le lundi à 8 h 30, aurait lieu à l'avenir le lundi à 15 heures. Ce changement signifiera que les Suppléants ne seront plus en mesure d'examiner le rapport après l'examen par les experts et avant l'adoption par les Gouverneurs, mais les Suppléants recevront toujours le projet; ils pourront donc l'examiner et donner les instructions nécessaires à leurs experts pour des changements éventuels.

M. Dalgaard rappelle que les aspects pratiques de la surveillance que les experts proposent devraient être flexibles et sujets à réexamen à la lumière de l'expérience. Le premier exercice, aujourd'hui, a précisément été fait sur une base expérimentale.

M. Dini indique que les Suppléants ont marqué leur accord pour que les aspects de procédure de la surveillance, qui figurent au Chapitre II du Rapport No 62 et que M. Dalgaard vient de résumer, soient adoptés. Ils ont noté que les graphiques présentés aux Gouverneurs pour la première fois sont expérimentaux et sont appelés à être améliorés. Les Suppléants ont fait quelques suggestions qui seront prises en considération. Ils ont aussi proposé que les nouveaux graphiques, qui sont actuellement élaborés par la Danmarks Nationalbank, soient établis dès que possible par le Secrétariat. Les arrangements nécessaires devront être pris pour permettre au Secrétariat d'accomplir cette tâche. Etant donné que les nouveaux graphiques contiennent les chiffres journaliers les plus récents sur les interventions et que la procédure implique une transmission par telefax, chaque banque centrale devra s'assurer que les données ainsi transmises ne sont vues que par ceux qui participent à l'exercice de surveillance. Les Suppléants ont enfin souligné que la procédure de la surveillance doit être gardée souple et devrait être réexaminée périodiquement à la lumière de l'expérience.

Le Président remercie MM. Dalgaard et Dini pour leurs exposés et constate que le Comité est d'accord pour adopter les propositions de procédure des experts et des Suppléants.

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

Le Président rappelle qu'à la suite d'une demande qu'il avait adressée au Président Delors, les Gouverneurs ont reçu les différents documents de la Commission concernant la libération des mouvements de capitaux; il remercie M. Delors, et le Comité va profiter de sa présence pour l'écouter présenter les propositions de la Commission.

M. Delors remercie les Gouverneurs d'avoir bien voulu consacrer une partie de cette séance à une première réaction sur les documents déposés par la Commission au Conseil des Communautés, le 21 octobre 1987, concernant la dernière étape pour réaliser une pleine libération des mouvements de capitaux, prévue dans un espace financier commun incluant un marché commun des services financiers.

M. Delors rappelle que c'est au printemps 1986 qu'il a présenté pour la première fois au Comité cette perspective inscrite dans la réalisation d'un grand marché sans frontières en 1992. Quatre questions avaient alors été posées. Les législations bancaires des pays membres sont-elles suffisamment homogènes et rigoureuses pour permettre une libération totale des mouvements de capitaux sans faire précéder celle-ci d'une harmonisation de ces législations? Les règles prudentielles de protection de l'épargne sont-elles d'un niveau assez élevé dans tous les pays pour que cet élément ne soit pas non plus un préalable? Quels sont les liens entre la gestion du SME et la gestion de l'espace financier commun? Comment résoudre les problèmes difficiles posés par les disparités des régimes fiscaux sur les revenus de dépôts bancaires, d'obligations et d'actions?

En juillet 1986, les Gouverneurs ont présenté un rapport concernant l'étape de libération adoptée en novembre 1986. La Commission propose maintenant la seconde et dernière étape dans une situation qui est la suivante: quatre pays ont déjà libéré complètement les mouvements de capitaux, quatre autres sont proches d'y arriver et, enfin, quatre pays souhaiteraient bénéficier de délais supplémentaires d'application. Il est proposé fin 1990 pour l'Espagne et l'Irlande et fin 1992 pour la Grèce et le Portugal, mais le

Ministre des Finances de ce dernier pays a déjà indiqué à Nyborg qu'il souhaitait un délai plus long.

Sur les quatre questions rappelées, les deux premières, relatives aux législations bancaires et aux règles prudentielles, ont obtenu des réponses affirmatives de la part des experts consultés et même des Ministres qui en ont discuté déjà à deux reprises. Bien sûr, pour passer de la libération des mouvements de capitaux à la création d'un marché des services financiers, une série de Directives devront être adoptées par le Conseil des Ministres. Ces textes sont examinés en particulier par un comité ad hoc proche du Comité des Gouverneurs.

Aux deux questions restantes s'ajoutent deux autres, à savoir: que fait-on lorsqu'un pays est provisoirement en difficulté? et que fait-on si la difficulté concerne l'ensemble de la Communauté? (la situation actuelle pourrait être considérée de ce type). Pour le cas d'un pays provisoirement en difficulté, la Commission propose une clause spécifique de sauvegarde dans la Directive et non le recours aux articles 108, 109 et 73 du Traité. En effet, les deux premiers articles visent des difficultés dans la balance des paiements, alors que la clause vise des mouvements à court terme, provisoires qui n'affectent pas nécessairement la balance des paiements mais qui sont de nature à déstabiliser l'espace financier européen. La clause spécifique de sauvegarde a en outre l'avantage de permettre de demander la consultation du Comité des Gouverneurs lorsqu'un pays prend l'initiative de l'appliquer et en informe la Commission. Celle-ci saisira alors le Comité des Gouverneurs, ce qui n'est pas prévu dans les autres procédures. Les Gouverneurs avaient eux-mêmes mentionné dans leur Rapport du 8 juillet 1986 l'utilité de retenir une approche tenant compte non seulement de l'évolution de la balance des paiements mais également des considérations de politique monétaire.

La deuxième question a trait à une difficulté de l'ensemble de la Communauté, c'est-à-dire si celle-ci souffre d'un excès soit de sorties de capitaux, soit d'afflux de capitaux. La Directive de 1972 visait seulement ce second cas; il est donc logique de l'actualiser pour couvrir les deux cas et pour également associer le Comité des Gouverneurs à son application, étant donné que les instruments de régulation utilisables sont d'un intérêt direct pour les Gouverneurs et pour la gestion du SME.

La question du lien entre la libération des mouvements de capitaux et la politique de change pose deux problèmes principaux. Le premier concerne le caractère adéquat des instruments de financement à moyen terme par rapport aux exigences actuelles et à venir. Depuis plusieurs années, lorsque des difficultés de balance des paiements se sont produites, la tendance a été

de recourir aux emprunts communautaires et le concours financier à moyen terme du SME n'a plus été utilisé. Partant de là, la Commission propose non de fusionner ces deux mécanismes, mais de les regrouper et, compte tenu de leur financement différent, on pourrait concevoir une augmentation du plafond des emprunts communautaires et, éventuellement, une diminution corrélative du montant du concours financier. De plus, l'instrument pourrait être utilisé aussi bien en cas de difficultés de la balance des paiements que comme aide pour un pays qui voudrait accélérer soit sa participation au mécanisme de change, soit son processus de libération des mouvements de capitaux.

Le lien entre cette libération et le SME soulève encore deux problèmes techniques, à savoir le maintien d'une marge élargie pour la lire et d'un double marché des changes en Belgique et au Luxembourg. Sur ces deux points, la Commission est ouverte et pourrait concevoir deux périodes de transition courtes pour les trois pays concernés, qui ne devraient pas faire obstacle au bon fonctionnement de l'espace financier commun. En revanche, l'entrée de la livre sterling paraît une condition presque préalable au bon fonctionnement de cet espace. Sans cela, la compétition ne serait pas loyale du point de vue des perspectives à court terme des placements entre des monnaies ayant des potentialités de fluctuation très différentes.

La question des disparités fiscales n'est pas strictement de la compétence des Gouverneurs mais elle est très importante pour l'espace financier commun. La Commission a distingué les dividendes d'actions d'un côté et les intérêts d'obligations et de dépôts bancaires de l'autre. Pour les dividendes, la question est moins difficile, compte tenu de la familiarité des régimes fiscaux actuels dans les huit pays directement concernés par la libération. La Commission avait déposé une Directive en 1975 pour un rapprochement des systèmes fiscaux des sociétés; elle devra être actualisée avec, par exemple, un impôt sur les sociétés entre 40 et 50% et un avoir fiscal au profit des détenteurs d'actions dont le montant pourrait varier.

Pour les intérêts d'obligations et de dépôts bancaires, les disparités fiscales sont très grandes. Si l'on ne fait rien, il n'y a plus de compétition loyale, si l'on fait quelque chose, certains évoquent le risque de faire fuir les capitaux de la Communauté vers d'autres paradis fiscaux. La Commission a proposé diverses solutions: soit une retenue à la source généralisée, soit une obligation de déclaration par les banques des intérêts, soit une combinaison des deux. Si l'on ne fait rien de tout cela, il faudrait au moins prévoir le renforcement de l'assistance mutuelle entre les administrations fiscales. Certains pays risquent fort de juger cela insuffisant

et de transformer la question fiscale en préalable à la libération des mouvements de capitaux.

M. Delors termine son exposé en soulignant, d'une part, que cette question fiscale est une étape décisive dans la réalisation du marché des services financiers et du grand marché intérieur, d'autre part, que la Commission a déposé ses propositions malgré les événements, estimant qu'en agissant de la sorte elle faisait un acte de confiance dans les mécanismes du marché et dans la capacité de la Communauté et du SME de répondre à ces événements,

Le Président remercie M. Delors de la présentation complète et très intéressante d'un vaste dossier qui va retenir les Gouverneurs pendant un certain temps.

M. Dini indique que les Suppléants n'ont pas creusé le fond du dossier et se sont bornés à des aspects de procédure. Ils rappellent que:

- lors de sa session du 16 novembre, le Conseil ECOFIN ne devrait prendre en considération que de façon préliminaire les trois propositions de la Commission concernant la libération des mouvements de capitaux, l'amendement de la Directive de 1972 sur les flux de capitaux et la réorganisation des instruments de financement à moyen terme;
- le Conseil ECOFIN invitera probablement le Comité monétaire et le Comité des Gouverneurs à présenter un avis sur ces propositions;
- les travaux de ces deux Comités devraient être coordonnés de façon à éviter des doubles emplois.

Nombre de Suppléants ont souligné le grand intérêt du Comité des Gouverneurs pour les propositions de la Commission, étant donné leurs implications pour la gestion du SME et des politiques monétaires. En conséquence, il est proposé que les groupes d'experts du Comité soient invités à commencer l'examen de ces questions. Le travail (voir projet de mandat en annexe) devrait être centré sur les conséquences possibles de la libération complète des flux monétaires sur la cohésion du mécanisme de change du SME et sur la gestion des politiques monétaires. Ce travail pourrait être accompli par le "Groupe Dalgaard", élargi pour comprendre des experts du "Groupe Raymond", de telle sorte que les implications pour les politiques monétaires soient complètement analysées.

Il a été souligné que l'examen de ces questions par les experts, les Suppléants et le Comité des Gouverneurs nécessitera un certain temps et il serait souhaitable de prendre en considération cet élément en établissant

le calendrier pour l'approbation définitive de la nouvelle Directive sur la libération et des mesures connexes.

Il a été relevé que l'Acte unique fixe l'année 1992 comme date d'achèvement du marché intérieur. La question a été posée de savoir s'il est acceptable de mettre en application la libération des mouvements monétaires et de capitaux avant cette date et si, une fois approuvée, la Directive de libération doit nécessairement entrer en vigueur immédiatement.

Le Président considère que le Comité ne peut ouvrir aujourd'hui un débat de fonds, mais il convient de se préparer. Comme les Suppléants le proposent et en vue de l'avis qui sera certainement demandé au Comité, les experts pourraient être invités à se mettre dès à présent au travail. Le sujet est de très grande importance et il faudra y consacrer le temps nécessaire. Il faudra en effet examiner toute une série de questions dans des domaines divers ayant un intérêt direct pour les banques centrales. Il conviendra aussi de donner une réponse systémique et cohérente et pas seulement des remarques ponctuelles.

M. Pöhl estime qu'il est effectivement trop tôt pour entrer dans le détail du dossier. Celui-ci est de toute première importance et la Commission doit être félicitée pour cette initiative qui représente une des grandes réalisations de la Communauté. Etant donné que les politiques monétaires sont très directement mises en cause, il est important de faire un examen attentif; les experts et les Suppléants devraient préparer cela et les Gouverneurs devraient prévoir le temps nécessaire lors d'une des prochaines séances pour mettre au point un avis à l'intention des Ministres.

M. Rubio reconnaît que la libération des mouvements de capitaux est une condition essentielle pour atteindre les objectifs de l'Acte unique, notamment la création d'un marché unique en 1992. L'Espagne progresse dans cette voie, certains mouvements ont été libérés ces derniers mois et de nouvelles mesures sont à l'étude. Le processus de libération pose toutefois le problème de la coordination des politiques monétaires tant internes qu'externes. Il sera très difficile dans certains pays d'opérer cette libération s'il n'y a pas simultanément une amélioration de la coordination et des mécanismes assurant la cohérence des politiques monétaires des pays membres. Certaines décisions prises récemment sont un excellent exemple de cette coordination souhaitée et le développement de la procédure de surveillance qui vient d'être expérimentée sera aussi un bon test.

M. Leigh-Pemberton se félicite que les Gouverneurs puissent examiner ce très important dossier et se félicite également que le Président soit

venu le présenter personnellement au Comité. La procédure prévue pour les travaux est bonne ainsi que le projet de mandat.

En ce qui concerne l'entrée de la livre sterling dans le mécanisme de change, la position du Royaume-Uni n'a pas changé, c'est-à-dire que, selon la formule consacrée, l'entrée se fera au moment approprié. Il est clair toutefois que, à l'intérieur ou à l'extérieur du mécanisme, la politique de change du Royaume-Uni s'inspirera de l'esprit du SME comme elle l'a prouvé au cours des derniers mois.

M. Moreira indique que les propositions de la Commission sont considérées avec beaucoup d'intérêt au Portugal mais il serait trop difficile d'envisager 1992 comme date limite pour la libération complète des mouvements de capitaux. Cette date est retenue dans le Traité d'adhésion pour la libération des mouvements de capitaux financiers mais pas des transactions monétaires. Quelques mesures de libération ont déjà été prises et il apparaît qu'une période de transition supplémentaire est nécessaire pour être plus assuré des développements dans différents domaines: marché financier, marché monétaire, secteur bancaire

M. Delors se réfère à une observation de M. Dini, faite au nom des Suppléants, sur l'échéance de 1992. Il faut voir que la réalisation du marché intérieur, dont la présidence allemande veut faire une de ses priorités durant le 1er semestre de 1988, nécessitera des décisions importantes dans de nombreux domaines; elle nécessite aussi une dynamique que la libération totale dans huit pays dès 1988 peut certainement créer. Les entreprises européennes croient à la réalisation du marché intérieur et s'organisent en conséquence, mais la mise en place d'un espace financier commun entre huit pays en 1988 serait de nature à dynamiser l'ensemble du processus. Bien entendu, le "timing" précis peut être assez souple, étant donné que tous les mois des décisions sont prises pour réaliser le grand marché sans frontières.

M. de Larosière estime que les documents déposés par la Commission et présentés par M. Delors sont extrêmement utiles. La Communauté est engagée dans la voie de la libération des mouvements de capitaux et le marché unique de 1992 n'a pas de sens si l'on ne va pas dans cette direction. La France, pour sa part, a beaucoup progressé dans cette voie. Il y a toutefois des questions qu'on ne peut pas éluder et le fait de les avoir posées, notamment dans le domaine fiscal et de la coopération monétaire, est extrêmement positif.

M. de Larosière se déclare d'accord pour confier à un groupe de travail présidé par M. Dalgaard les implications des propositions de la

Commission concernant le fonctionnement et la cohésion du SME et la conduite coordonnée des politiques monétaires.

Le Président conclut en constatant l'approbation par le Comité du mandat donné au "Groupe Dalgaard" complété d'experts du "Groupe Raymond". En réponse à une question de M. Dalgaard sur le calendrier, il indique qu'il n'est pas en mesure de fixer un délai précis; on devrait tenir compte à la fois du temps nécessaire pour faire un travail approfondi et sérieux et aussi du Conseil ECOFIN, sous présidence allemande, qui attendra l'avis des Gouverneurs.

Le Président remercie encore une fois M. Delors d'être venu présenter personnellement ce dossier essentiel et indique que, au prochain Conseil ECOFIN, le 16 novembre, il pourra dire aux Ministres que les Gouverneurs sont disposés à lancer, dans les meilleurs délais, les travaux sur ce dossier.

VII. Autres questions relevant de la compétence du Comité

- Présidence du Comité

Le Président indique que son mandat approche de son terme et qu'il appartient en général au Président sortant de faire une suggestion; il propose de porter à la présidence du Comité, à partir du 1er janvier 1988 pour le mandat d'un an, M. Jean Godeaux, Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique. M. Godeaux est membre du Comité depuis mars 1982 mais il ne l'a jamais présidé; avec la lourde charge de la présidence de la BRI, il a acquis une grande expérience et prendra désormais un fauteuil dans lequel il n'y a pas eu de représentant de la Banque Nationale de Belgique depuis 1978.

Le Comité approuve la proposition du Président.

VIII. Date et lieu de la prochaine séance

La prochaine séance du Comité aura lieu à Bâle, le mardi 8 décembre 1987 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 1987

Le présent rapport retrace l'évolution, durant les mois de septembre et d'octobre 1987, 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:

- un raffermissement du dollar jusqu'au début d'octobre, suivi, dans la seconde moitié du mois, d'un fort recul qui l'a amené à des minimums records;
- une stabilité au sein du SME jusque vers la fin d'octobre lorsque des tensions sont apparues sous l'effet de rumeurs de réalignement;
- la poursuite d'une forte demande de livres sterling, particulièrement en octobre.

Début septembre, le dollar EU s'est raffermi à la suite d'interventions coordonnées et d'un relèvement d'un 1/2 point (à 6%) du

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

taux d'escompte de la Réserve fédérale. Par la suite, il a été conforté par la réaffirmation de l'Accord du Louvre par le Groupe des Sept et l'évolution favorable des écarts de taux d'intérêt, dont l'élargissement a représenté jusqu'à 1 1/4 point par rapport aux niveaux de fin août. A la mi-octobre, toutefois, le sentiment à l'égard du dollar a commencé à se détériorer à la suite de l'annonce d'un nouveau déficit commercial important des Etats-Unis (\$15,7 milliards en août). Les opérateurs redoutaient un abaissement des fourchettes-objectifs établies pour le dollar dans le cadre de l'Accord du Louvre, voire une dégradation de la coopération entre les membres du Groupe des Sept. L'annonce d'une réunion entre M. Baker, Secrétaire américain au Trésor, et des responsables allemands le 19 octobre, ainsi que certaines mesures prises ultérieurement par la Bundesbank pour fournir des liquidités au marché interne ont temporairement nourri l'espoir chez les opérateurs que les autorités continueraient à coopérer afin de maintenir les taux de change aux niveaux en vigueur ou à un niveau proche, tout spécialement face aux turbulences sur les marchés boursiers. Mais la presse s'est très rapidement fait l'écho d'un débat public de plus en plus vif sur le point de savoir s'il était judicieux pour les Etats-Unis de maintenir leur engagement à défendre la stabilité des taux de change. Le dollar a également souffert d'un resserrement sensible des écarts favorables de taux d'intérêt, le repli de ces taux ayant été plus marqué aux Etats-Unis que dans les autres pays au lendemain de l'effondrement des cours boursiers dans le monde entier. Les opérateurs ont bien été conscients d'interventions de la part des autorités américaines et des banques centrales étrangères sous forme d'achats de dollars. Mais, en l'occurrence, ces opérations ne représentaient à leurs yeux qu'un effort visant à ralentir la chute du dollar - non à la stopper. En conséquence, le dollar s'est déprécié, enregistrant une perte de 2 1/2 à 4 3/4% vis-à-vis des principales monnaies étrangères au cours des deux mois sous revue.

Au sein du SME, une brève période de tensions a été observée avant la réunion informelle, le 12 septembre, à Nyborg des Ministres des Finances et des Gouverneurs des banques centrales de la CEE. Par la suite, les tensions ont disparu et la situation a été calme jusque vers la fin d'octobre au moment où les dégagements du dollar sur le deutsche mark ont donné lieu à de très vives pressions dans le Système. Le deutsche mark et le florin néerlandais se sont appréciés vis-à-vis de toutes les autres monnaies du SME et en particulier du franc français. Ce dernier, après s'être maintenu dans la position la plus élevée dans la bande pendant la

quasi-totalité de la période, a fortement fléchi à la fin d'octobre, malgré des interventions massives.

En septembre, le deutsche mark s'est affaibli par rapport à la majeure partie des monnaies, y inclus toutes les monnaies partenaires du SME. Cette tendance a été particulièrement prononcée après la réunion informelle à Nyborg. A l'évidence, certains opérateurs s'attendaient que cette réunion soit l'occasion d'un réaligement monétaire, de sorte que, en l'absence de réajustement, ils se sont dégagés du deutsche mark pour se reporter sur d'autres monnaies du SME. A l'inverse, une forte appréciation du deutsche mark est intervenue en octobre, particulièrement au cours des derniers jours, lorsque le dollar fut soumis à des pressions de plus en plus fortes à la vente et que les capitaux affluèrent en Allemagne. La Bundesbank a tenté de s'opposer à cette évolution par des achats de dollars et par un certain assouplissement des conditions monétaires.

Le franc français a suivi une évolution particulièrement contrastée. Dans la première décade de septembre, il a fait l'objet de dégagements ponctuels puis s'est nettement raffermi. Cette bonne orientation s'est maintenue jusqu'à la dernière semaine d'octobre sans être remise en cause par la faiblesse du marché financier, Marché à terme des instruments financiers (MATIF) et Bourse. Dans les trois derniers jours d'octobre, le franc a été soumis à de vives pressions, dans le contexte de rumeurs de réaligement au sein du SME. La Banque de France est intervenue massivement à la vente tout en laissant le franc reculer rapidement au sein de la bande communautaire avec une baisse de 1,50% contre le deutsche mark en 48 heures. Parallèlement, les taux de l'eurofranc sont traités avec une prime de l'ordre de 2% vis-à-vis des taux domestiques.

Alors que le franc belge était demeuré très stable en début de période, la crise politique et la démission du Gouvernement, ainsi que la chute du dollar américain l'ont affaibli au sein du SME. Dès lors, la Banque Nationale de Belgique, dans un premier temps, a relevé les taux des certificats de Trésorerie (de 0,25% à 0,50%) puis est intervenue à la vente en marks.

Le florin néerlandais a gagné un peu de terrain au sein de la bande du SME, dont il a atteint la première place vers la fin d'octobre. L'écart de taux d'intérêt à court terme avec le deutsche mark s'est légèrement réduit. La fermeté relative du florin a permis à la Nederlandsche Bank d'acquérir des devises pour des montants modestes.

La couronne danoise est demeurée la monnaie la plus faible de la bande du SME jusqu'au début d'octobre. Elle s'est quelque peu raffermie

durant les semaines suivantes. En fin de mois, comme la plupart des monnaies du SME, elle s'est vivement dépréciée à l'égard du deutsche mark et du florin néerlandais.

En septembre et durant la première quinzaine d'octobre, la livre irlandaise a été relativement stable dans la moitié supérieure de la bande du SME, et des entrées de capitaux se sont traduites par des achats nets de devises de la part de la Central Bank of Ireland. Toutefois, vers la fin du mois d'octobre, la livre irlandaise s'est affaiblie sous l'effet de sorties de capitaux et de tensions accrues au sein du système, de sorte que la Central Bank of Ireland a vendu des montants notables de devises.

Au cours de la première quinzaine de septembre, les pressions spéculatives contre la lire italienne, amorcées en août, se sont intensifiées. Le 13 septembre, les autorités monétaires ont adopté des mesures temporaires en matière monétaire et de contrôle des changes afin de limiter la croissance du crédit interne et les sorties de capitaux à court terme sous forme de termaillage. La Banca d'Italia a également eu recours au mécanisme de mobilisation d'Ecus. Un important reflux de capitaux a ensuite été enregistré et la Banca d'Italia est intervenue à l'achat, surtout en deutsche marks. Ces rentrées se sont poursuivies en octobre, permettant une reconstitution des réserves au niveau de juillet et le dénouement de la mobilisation d'Ecus. Durant la dernière semaine d'octobre, une utilisation accrue de la bande de fluctuation a permis de faire face aux tensions du système. Le glissement de la lire s'est accompagné d'interventions limitées sous forme de ventes de deutsche marks.

La livre sterling a été généralement ferme pendant tout le mois de septembre, mais un renversement brusque s'est produit le 24 en raison de la publication de chiffres du commerce extérieur pour août plus défavorables que prévu. Elle a vite regagné le terrain perdu, puis a été entraînée dans un mouvement de hausse à la suite du renforcement temporaire du dollar, ce qui a conduit à quelques vigoureuses interventions. Les pressions à la hausse ont continué de se manifester pendant la majeure partie d'octobre, la livre s'appréciant fortement le 23, lors de la publication de chiffres meilleurs que prévu pour le commerce extérieur de septembre. Un abaissement à 9 1/2% des taux de base au Royaume-Uni a provoqué un certain effrètement, mais, à la suite de dégagements ultérieurs du dollar, une forte demande s'est portée sur la livre qui a clôturé la période sur une note de fermeté. Sur l'ensemble des deux mois, son indice pondéré en fonction des échanges commerciaux s'est accru de 3%, à 74,6 (1975=100).

La drachme grecque s'est appréciée de 1,9% à l'égard du dollar EU et a perdu 1,9% par rapport à l'Ecu. En termes effectifs, elle s'est dépréciée de 1,5%.

La peseta espagnole a continué de s'apprécier durant la majeure partie de la période. Elle a atteint son maximum vis-à-vis des monnaies de la CEE le 26 octobre, lorsque l'indice du Banco de España s'établissait à 3,7% au-dessus de son niveau de la fin-août. Toutefois, le recul de 2,5 points des taux d'intérêt dans la seconde quinzaine d'octobre a modifié le sentiment sur le marché des changes. Il en est résulté un accroissement de la demande de devises à terme et des achats substantiels de devises au comptant par les banques commerciales auprès du Banco de España. Ces évolutions ont été particulièrement nettes entre le 27 et le 29 octobre, lorsque la peseta a reculé à la fois vis-à-vis des monnaies de la CEE et du dollar EU. Sur l'ensemble de la période, la peseta s'est appréciée, en termes effectifs, de 1,4% à l'égard des monnaies de la CEE et de 5,3% vis-à-vis du dollar EU.

L'escudo portugais s'est déprécié de 1,1% en termes effectifs durant les deux mois sous revue. Il s'est affaibli de 1,5% à l'égard de l'Ecu et s'est apprécié de 2,3% par rapport au dollar EU. A compter du 1er octobre, les taux officiels sont établis au cours d'une séance de cotation à laquelle participent la banque centrale et les banques commerciales, et non plus fixés administrativement par le Banco de Portugal.

Le franc suisse a connu vis-à-vis du dollar EU une évolution parallèle à celle des autres monnaies. A l'égard des monnaies du SME, il s'est légèrement affaibli jusqu'au début d'octobre, mais, bénéficiant des dégagements du dollar, il a ensuite nettement regagné du terrain. Il s'est apprécié de quelque 2% en termes effectifs.

Vis-à-vis du dollar EU, le schilling autrichien s'est déprécié de 1,4% en septembre mais s'est apprécié de 5,4% en octobre. Les fluctuations mensuelles ont été de 2,7% en septembre et 6,1% en octobre, mais de 0,09% seulement par rapport au deutsche mark durant les deux mois. Des pressions saisonnières, combinées aux tensions au sein du SME et à des rumeurs de réajustement en fin de période, ont créé des besoins de couverture de change à terme, et ont entraîné des ventes de deutsche marks contre schillings.

La couronne norvégienne est demeurée stable durant la majeure partie de la période sous revue et la banque centrale a poursuivi ses achats de devises sur le marché, pour des montants modestes. Lorsque le

dollar EU a commencé de fléchir, la monnaie norvégienne s'est vivement affaiblie (- 2 1/4% en termes effectifs) au cours de la dernière semaine d'octobre, en raison du retrait des investisseurs étrangers du marché boursier et des réactions négatives d'importants opérateurs sur le marché des changes provoquées par des perspectives de hausse des prix et des salaires.

La couronne suédoise s'est quelque peu affaiblie au cours de la période et, pour la première fois depuis janvier, son indice a atteint le seuil de 132,00. Cette dépréciation de la monnaie suédoise s'explique principalement par la réduction de l'écart de taux d'intérêt avec les principales monnaies étrangères.

En septembre, le mark finlandais s'est apprécié de 0,8% en termes effectifs, malgré quelques interventions à l'achat par la banque centrale. Vers la fin d'octobre, cette tendance s'est renversée et le mark a perdu 1% malgré l'élargissement du différentiel de taux d'intérêt avec l'étranger.

Le dollar canadien s'est légèrement raffermi à l'égard du dollar EU en septembre et en octobre, s'établissant le 30 octobre en clôture à \$EU 0,7602. Durant la majeure partie de la période, le dollar canadien s'est apprécié de façon régulière sur une toile de fond marquée par l'annonce, début octobre, d'un accord commercial avec les Etats-Unis et des écarts positifs entre les taux d'intérêt à court terme au Canada et aux Etats-Unis. La récente tempête sur les marchés financiers étrangers a entraîné un certain mouvement de baisse du dollar canadien fin octobre.

Le yen japonais s'est déprécié de 2,7% par rapport au dollar EU en septembre, essentiellement sous l'effet de l'annonce d'une forte diminution de l'excédent commercial du Japon en août et de la réaffirmation de l'Accord du Louvre lors de la réunion du Groupe des Sept à Washington. En octobre, le yen s'est raffermi de 5,6%, atteignant en fin de mois son plus haut niveau historique (sur la base des cours de clôture à Tokyo) de Y 137,55 pour un dollar EU. Cette vive appréciation du yen reflète l'évolution des opérations financières au cours du mois: recul des acquisitions d'actions et obligations américaines par les investisseurs institutionnels japonais, et modeste accroissement des achats d'obligations en yens par les investisseurs étrangers. Le yen s'est légèrement affaibli à l'égard des principales monnaies européennes au cours des deux mois, perdant 1,5% vis-à-vis de l'Ecu.

II. INTERVENTIONS

A. Interventions en dollars EU

Les achats nets de dollars se sont élevés à \$EU 18,9 milliards en septembre et en octobre au lieu de \$EU 2,7 milliards en juillet et août. Ils ont consisté en achats bruts de \$EU 23,4 milliards et ventes brutes de \$EU 4,5 milliards. Les principaux acheteurs ont été la Bank of England, le Banco de España et la Banque du Japon, alors que le principal vendeur de dollars a été le Banco de España.

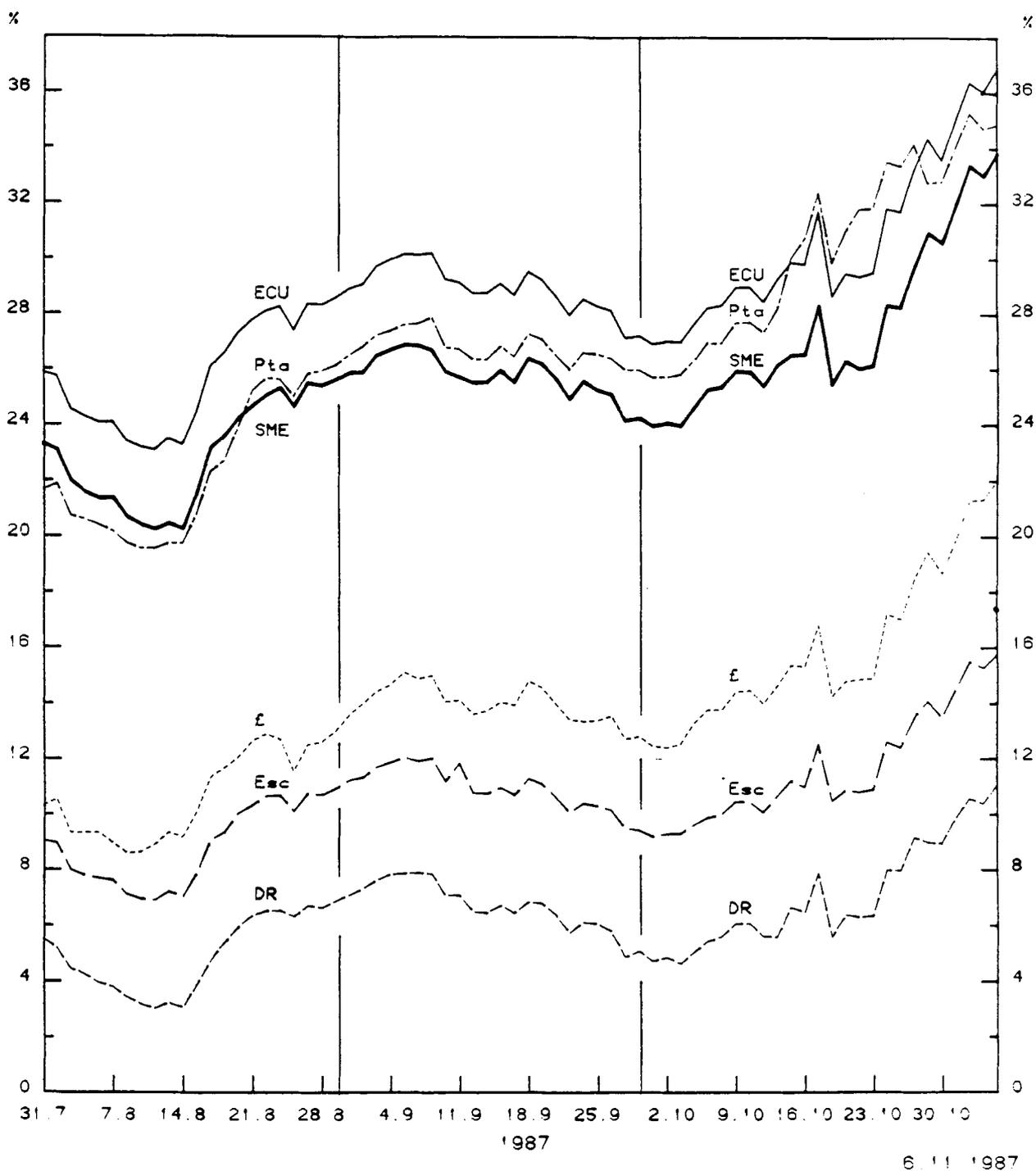
B. Interventions en monnaies communautaires

Les interventions en monnaies communautaires ont consisté principalement en achats et en ventes de deutsche marks effectués à l'intérieur des marges. Les ventes se sont élevées à l'équivalent de \$EU 14,0 milliards et ont été surtout effectuées par la Banque de France et la Banca d'Italia. Les achats, équivalant à \$EU 10,5 milliards, ont été principalement le fait de la Banca d'Italia, la Bank of England et la Banque de France.

III. PREMIERS JOURS DE NOVEMBRE

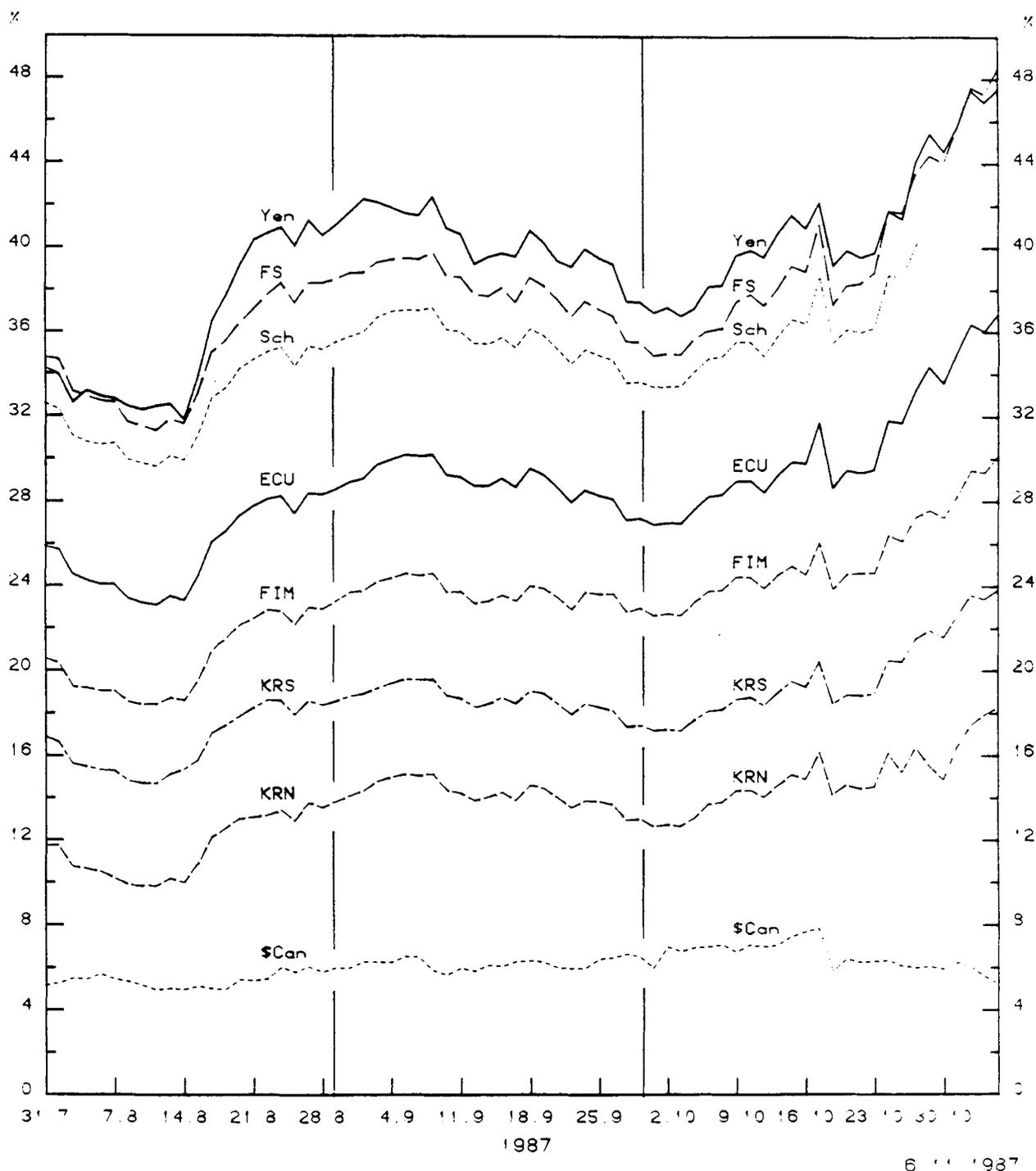
Le dollar EU a continué de s'affaiblir, s'inscrivant à de nouveaux minimums records par rapport à la plupart des monnaies. La Nederlandsche Bank a annoncé le 3 novembre une baisse de 1/4 point de ses taux officiels qui a été suivie le 4 novembre par une réduction de 1/2 point des taux de base au Royaume-Uni. Les tensions se sont encore développées au sein du SME et le franc français s'est déprécié, glissant en dernière position dans la bande étroite jusqu'à l'annonce, le 5 novembre, d'actions coordonnées sur les taux d'intérêt en Allemagne et en France. Le taux lombard allemand a été abaissé et une nouvelle offre de prises en pension de titres a été annoncée à un taux fixe de 3,50%, en baisse par rapport au taux précédent de 3,80%, tandis qu'en France les taux officiels ont été relevés de 3/4 point. Les taux officiels suisses ont été réduits de 1/2 point avec effet au 6 novembre.

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 *



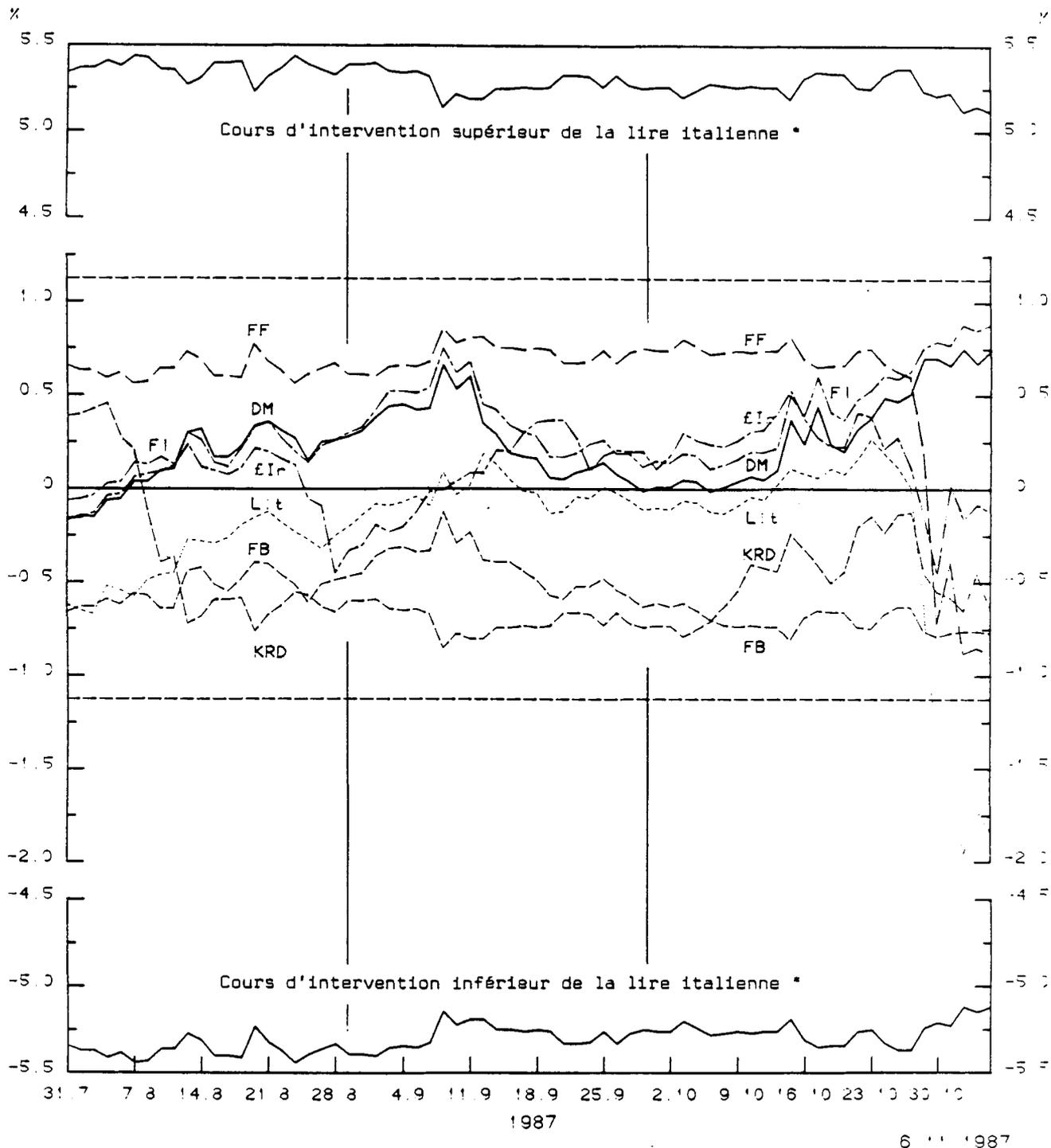
* Voir page suivante.

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 *



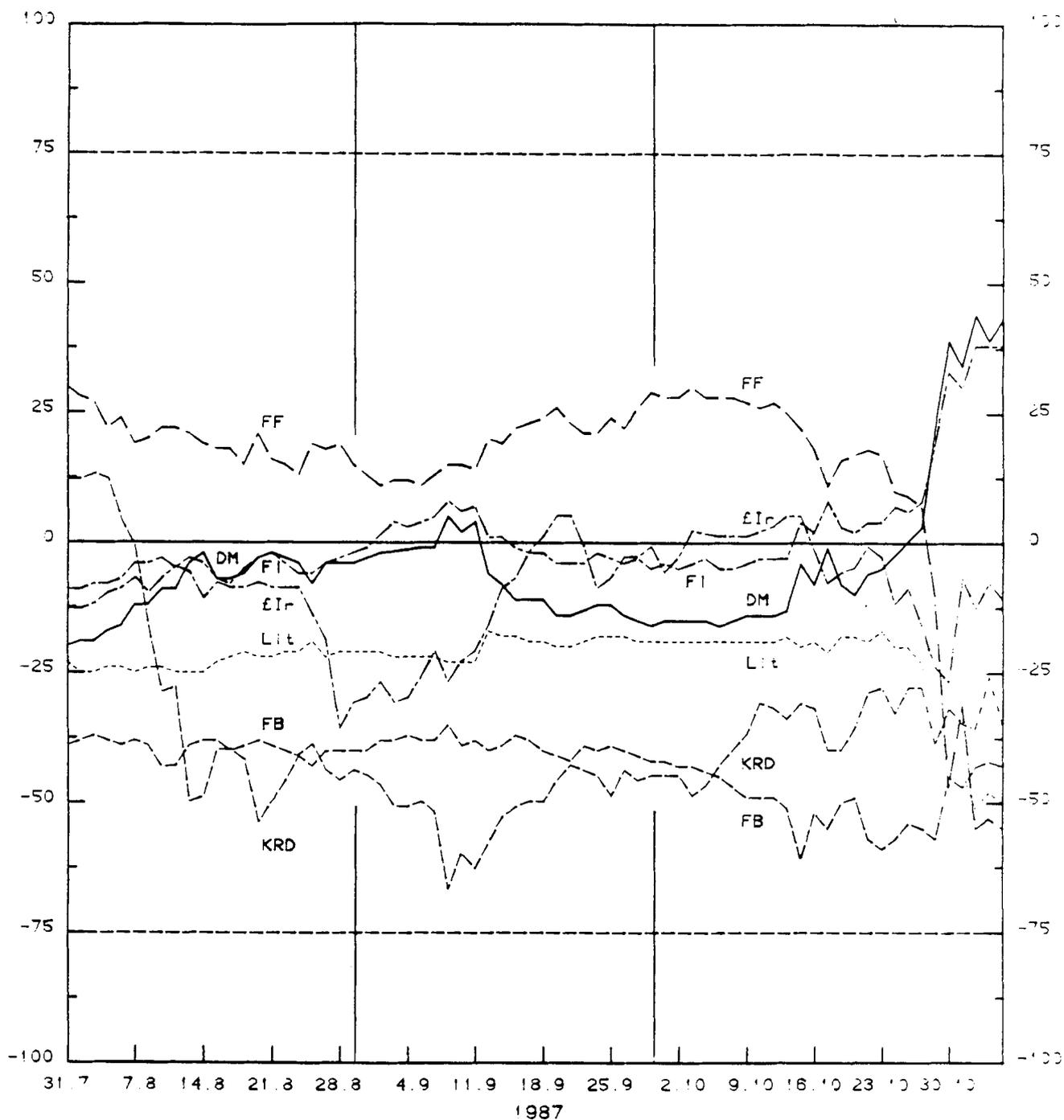
* ECU 1,12622; £ 0,6930; DR 147,7599; PTA 153,7503; ESC 158,4995;
FIM 5,4225; \$Can 1,3975; FS 2,0725; Yen 200,7001; KRS 7,5650;
KRN 7,5850; Sch 17,2901; cours médian des monnaies participant au SME
1,11003. Le cours médian des monnaies participant au SME représente la
moyenne journalière des cours des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

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



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

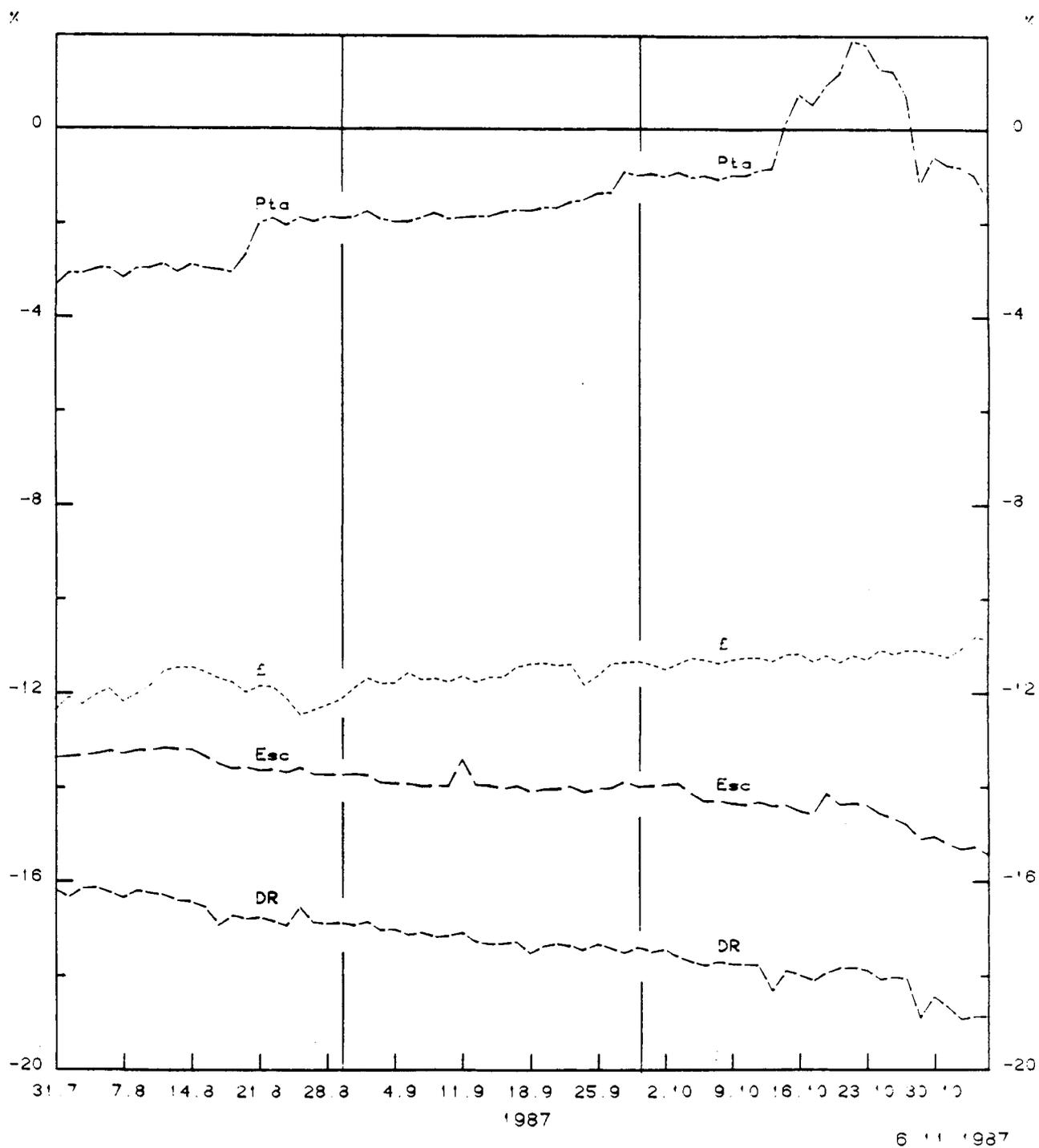
EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE •



6 11 1987

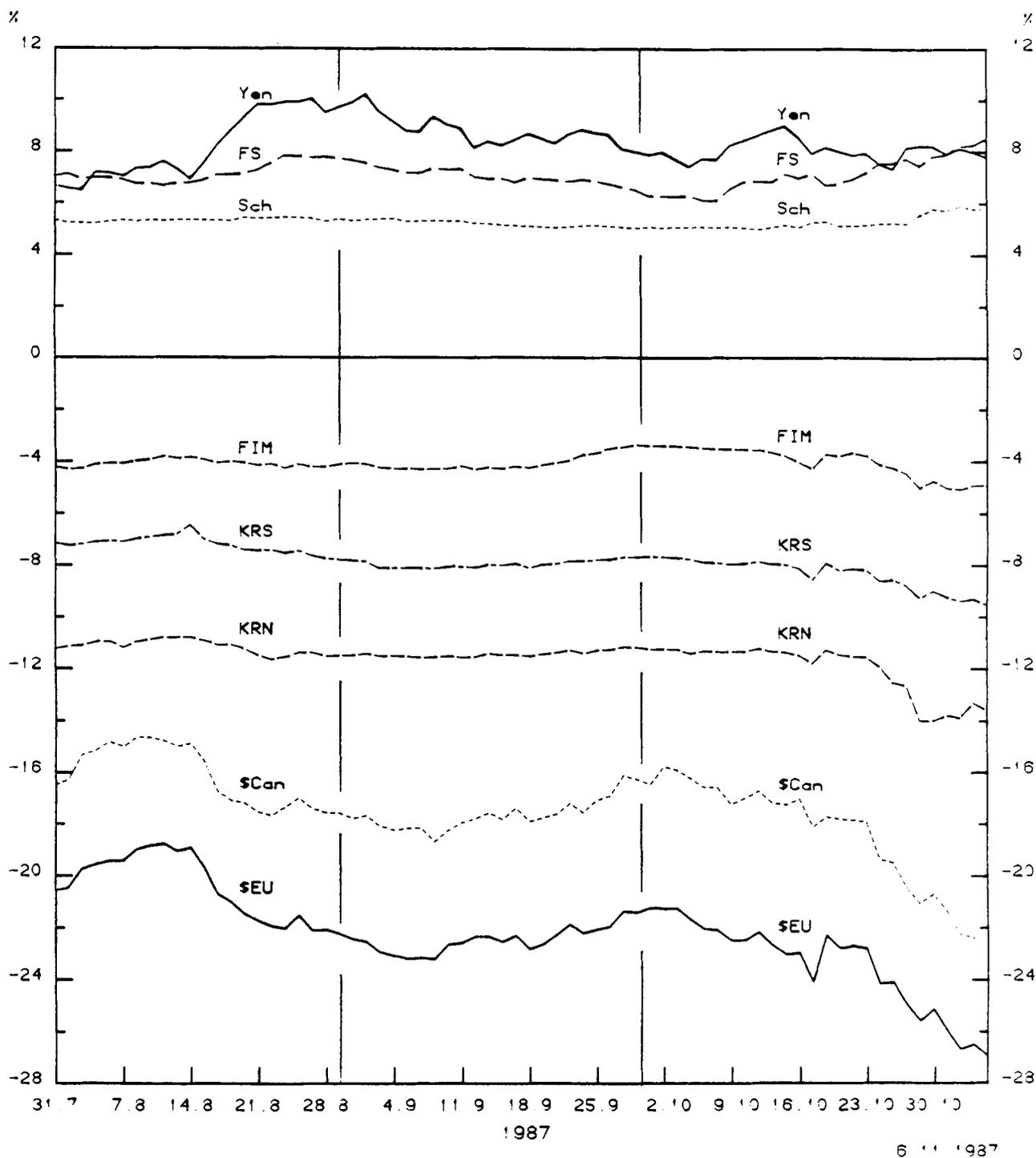
• L'indicateur de divergence a pour but de mesurer, sur une base comparable pour toutes les monnaies participant au mécanisme de change européen, la position d'une monnaie vis-à-vis de son cours-pivot ECU. L'écart maximal de divergence est le pourcentage maximal par lequel le cours de marché de l'ECU 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; FIM 4,81479.

MANDATE

At its meeting on 10th November 1987 the Committee of Governors of the Central Banks of the EEC Member States invited Mr. Dalgaard to chair a group of experts which should study the implications of the Commission's latest proposals concerning the full liberalisation of capital movements for:

- the functioning and the cohesion of the EMS;
- management of monetary policies and their co-ordination.

Given the interdisciplinary nature of this work, the group should consist of specialists in both foreign exchange market policies and domestic monetary policies.