

PROCES-VERBAL*
DE LA 208e SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS
DES BANQUES CENTRALES DES ETATS MEMBRES DE LA
COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE
TENUE A BALE, LE MARDI 9 SEPTEMBRE 1986 A 10 HEURES

Sont présents: le Président de la Bank of England et Président du Comité, M. Leigh-Pemberton, accompagné par MM. Loehnis et Kirby; le Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique, M. Godeaux, accompagné par MM. Janson et Rey; le Gouverneur de la Danmarks Nationalbank, M. Hoffmeyer, accompagné par M. Mikkelsen; le Président de la Deutsche Bundesbank, M. Pöhl, accompagné par MM. Gleske et Rieke; le Gouverneur de la Banque de Grèce, M. Chalikias, accompagné par MM. Papademos et Zarifopoulos; le Gouverneur du Banco de España, M. Rubio, accompagné par MM. Sánchez-Pedreño et Feito; le Gouverneur de la Banque de France, M. Camdessus, accompagné par MM. Waitzenegger et Capanera; le Gouverneur de la Central Bank of Ireland, M. Ó Cofaigh, accompagné par MM. O'Grady Walshe et Reynolds; le Gouverneur de la Banca d'Italia, M. Ciampi, accompagné par MM. Dini et Maserà; le Président de la Nederlandsche Bank, M. Duisenberg, accompagné par MM. Szász et Boot; le Gouverneur du Banco de Portugal, M. Tavares Moreira, accompagné par MM. Pego Marques et Costa Pinto; le Président de la Commission des Communautés européennes, M. Delors, accompagné par MM. Mingasson et Vignon; 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 11 novembre 1986, présentant par rapport au projet des modifications de caractère rédactionnel.

I. Approbation du procès-verbal de la 207e séance

Sous réserve de quelques amendements de caractère rédactionnel qui seront insérés dans le texte définitif, le Comité approuve à l'unanimité le procès-verbal de la 207e séance.

II. Echange de vues sur:

- le fonctionnement de la concertation intracommunautaire et sur l'évolution monétaire dans les pays de la CEE:
 - . présentation par M. Dalgaard du rapport concernant l'évolution sur les marchés des changes des pays participant à la concertation au cours des mois de juillet et août et des premiers jours de septembre 1986;
 - . adoption par le Comité du rapport destiné aux Ministres des Finances des pays de la CEE;
 - . Série mensuelle de statistiques;
- le dernier réalignement.

A. Présentation et discussion du "rapport concertation"

M. Dalgaard commente le rapport annexé au procès-verbal et souligne quelques éléments particuliers intervenus depuis le début de juillet, notamment le réalignement entré en vigueur le 4 août par suite de l'ajustement en baisse de 8% de la livre irlandaise par rapport aux autres monnaies du mécanisme de change du SME.

M. Loehnis indique que les Suppléants n'ont pas de remarques à présenter sur le rapport en tant que tel.

M. Hoffmeyer fournit quelques indications sur la situation du Danemark et de la couronne danoise. La banque centrale est intervenue de manière substantielle pendant l'année et en particulier en juillet et durant la première partie d'août. Ces interventions s'inscrivent dans un contexte général caractérisé par une politique économique sensiblement resserrée au printemps dernier et par des résultats satisfaisants en ce qui concerne l'inflation (pratiquement égale à zéro si l'on exclut l'effet des taxes indirectes) la croissance interne (qui est forte), et le budget public qui est en excédent. En revanche, la balance des paiements présente un déficit important alimenté

notamment par des exportations de capitaux privés. Des mesures ont déjà été prises pour remédier à ce déséquilibre, par exemple l'écart des taux d'intérêt sur les obligations entre le Danemark et l'Allemagne a été porté de 3 à 6 points de pourcentage. Un resserrement supplémentaire est soumis au Parlement concernant la politique budgétaire et, dans une certaine mesure, la politique monétaire serait également durcie. L'objectif est de freiner la consommation et les investissements privés qui se sont emballés, et une amélioration notable de la balance des paiements devrait être enregistrée d'ici la fin de l'année.

M. Camdessus suppose que les Gouverneurs ont accueilli favorablement l'affaiblissement, entre guillemets, du franc français étant donné les remarques précédentes faites sur le comportement de la monnaie française. Les taux d'intérêt de la Banque de France ont été progressivement ramenés de 8,75% à 7% et une libération sensible du contrôle des changes a été réalisée. C'est d'ailleurs cette libération assez rapide qui est à l'origine de l'affaiblissement du franc. Au lieu de résister à ce mouvement par des interventions - qui auraient pu être faites aisément vu les entrées de capitaux précédentes - on a laissé le cours trouver son équilibre sur le marché. Les autorités n'ont pas changé de doctrine et ne se désintéressent pas du taux de change; elles estiment que le cours du franc est à un niveau convenable et entendent surveiller de près son évolution.

Le Président rappelle que la baisse du taux effectif de la livre sterling de 76 à 71 pendant les mois de juillet et août est associée aux fluctuations des prix du pétrole. Ces mouvements du taux de change ne sont pas considérés comme inquiétants dans la mesure où il y a un certain équilibre ou compensation entre l'effet anti-inflationniste du contre-choc pétrolier et l'effet inflationniste du repli de la livre. Le taux effectif de 71 semble correspondre à une telle situation et les autorités n'envisagent pas de réagir tant que le déclin du cours ne s'accroît pas sensiblement.

B. Echange de vues sur le dernier réalignement

M. Ó Cofaigh présente brièvement les éléments qui ont conduit les autorités irlandaises à la décision d'ajuster le cours de la monnaie.

L'affaiblissement progressif de la livre sterling et les rumeurs de réalignement dans le SME ont entraîné au début de 1986 des pressions sur la livre irlandaise auxquelles on a répondu par une forte hausse des taux d'intérêt et des interventions considérables sur le marché des changes. Les pressions se sont amoindries au début de mars, le redressement de la livre sterling a permis de rattraper la perte de compétitivité à l'égard du Royaume-Uni et le taux de change effectif a été également favorablement influencé par la reprise du dollar. Il n'y avait donc pas de motif de réajuster le cours de la livre irlandaise à Ootmarsum début avril. Dans les semaines qui ont suivi, des reflux de fonds importants se sont d'ailleurs produits et les taux d'intérêt ont pu être baissés. Un nouvel accès de faiblesse de la livre sterling et du dollar a fait disparaître ces effets favorables et a entraîné de nouvelles pressions sur la livre irlandaise, notamment fin juillet, qui ont nécessité de très importantes interventions et ont créé des tensions sur les taux d'intérêt. Les pertes de réserves ne pouvaient plus continuer à ce rythme, surtout après les pertes déjà enregistrées durant les mois précédents et les taux d'intérêt auraient dû être portés à des niveaux contre-indiqués, vu l'état actuel de l'économie irlandaise. Les autorités ont donc décidé de demander un ajustement en baisse du cours-pivot de la livre pour précisément corriger l'appréciation trop forte et trop lourde enregistrée depuis Ootmarsum (+9% par rapport à la livre sterling dont 6% dans le seul mois de juillet).

M. Ó Cofaigh remercie ses collègues pour la coopération qu'ils ont prêtée lors de ce réalignement, qui est le premier, depuis mars 1979, opéré à l'initiative de l'Irlande. Il ajoute que l'appartenance au mécanisme de change du SME a bien servi un des objectifs principaux de la politique économique irlandaise, à savoir la désinflation, et que l'ajustement de 8% ne devrait avoir que peu d'effet sur le taux d'inflation, étant donné l'appréciation du cours de la livre qui l'a précédé.

M. Loehnis indique que les Suppléants n'ont pas abordé les questions de fond soulevées par la décision irlandaise. En revanche, ils ont brièvement discuté les procédures qui ont été suivies lors du dernier réalignement et notamment les délais constatés d'une part entre la clôture du marché des changes de Dublin et la communication par les Irlandais de leur demande d'ajustement, d'autre part entre cette communication et sa retransmission à toutes les autorités compétentes. Le Comité monétaire se penchera aussi sur cette question

lors de sa réunion du 10 septembre. Certains délais sont sans doute dus à des absences en vacances, habituelles à la fin d'une semaine d'été. Les autorités irlandaises ont dit que, pour éviter des fuites, elles ont retardé le déclenchement de la procédure de réaligement pendant une heure et demi après la clôture du marché des changes à Dublin à 15 heures, heure locale.

Les Suppléants ont proposé que le "Groupe Dalgaard" étudie l'opportunité de retenir une communication concernant une demande de réaligement, alors que les banques centrales du SME ne sont plus présentes sur le marché, mais que des opérations peuvent encore être réalisées. Les experts devraient donc entreprendre un travail factuel sur ces questions pratiques de fonctionnement des marchés des changes.

M. Hoffmeyer souligne que la dédramatisation des réaligements est peut-être souhaitable pour les grands pays et les grandes monnaies, mais pas pour les petits pays, pour lesquels il est dangereux de changer les cours-pivots discrètement, par exemple au téléphone. Le dernier cas irlandais est peut-être spécial, mais en procédant de la sorte on tend à affaiblir la discipline et à encourager certaines tentations ou négligences. Il est donc important de ne pas dédramatiser les procédures de réaligement quand il s'agit de petits pays et de petites monnaies. Depuis le début du SME, il y a eu trop de réaménagements de cours-pivots sans réunion, notamment des Ministres (quatre, dont deux fois pour l'Italie, une fois pour le Danemark et une fois pour l'Irlande).

M. Pöhl s'associe aux remarques de M. Hoffmeyer. Le risque existe que les modifications de cours de change dans le SME deviennent des opérations unilatérales conclues rapidement sans que les partenaires puissent vraiment réagir. C'est contraire à la fois à la lettre et à l'esprit des règles du SME qui soumettent tout changement à un accord mutuel. De telles procédures ne doivent pas devenir une habitude, elles pourraient d'ailleurs se heurter un jour au refus d'un partenaire et déboucher alors sur une situation difficile. La décision et les motivations irlandaises sont, quant au fond, compréhensibles et acceptables mais la tendance à la répétition de procédures hâtives doit amener les Gouverneurs à être très attentifs.

M. Ó Cofaigh tient à rectifier des impressions ou jugements erronés qui ont pu se répandre, par exemple l'idée que l'Irlande a dévalué sa monnaie sans mesures d'accompagnement. En effet, pour les autorités irlandaises il ne s'agit pas d'une dévaluation mais d'une correction du cours-pivot

pour tenir compte d'une appréciation subie et non voulue et pour revenir à peu près au niveau existant début avril, au moment d'Ootmarsum. Il n'est donc pas nécessaire de prendre des mesures d'accompagnement particulières.

Sur le plan de la procédure, il est utile que le "Groupe Dalgaard" étudie le délai de décence ou de prudence que l'on peut observer entre la décision prise par les responsables du pays concerné et la communication de cette décision aux partenaires, compte tenu de l'heure de clôture du marché des changes. A cet égard, l'action de la Central Bank of Ireland n'a pas entraîné de plus grands délais que ceux observés lors d'autres réalignements. M. Ó Cofaigh a suggéré que le décalage horaire entre le continent et Dublin ainsi que le jeu de quelques éléments accidentels expliquent, dans une large mesure, les difficultés qui ont pu apparaître début août.

Le Président constate qu'il y a des leçons à tirer du dernier réalignement et de la discussion du Comité, en particulier:

- l'utilité soulignée par certains Gouverneurs de ne pas dédramatiser les réalignements quand il s'agit de petites monnaies;
- l'opportunité de ne pas transformer les réalignements en opérations unilatérales, conclues rapidement sans que les partenaires aient une réelle possibilité de réagir; les procédures peuvent être souples et variables mais il faut éviter de verser dans un certain laxisme et dans des procédures trop rapides ou sommaires.

Le Président rappelle que le groupe d'experts étudiera certaines de ces questions de procédure, comme les Suppléants l'ont proposé, et que son Président, M. Dalgaard, rendra compte lors d'une des prochaines séances du Comité.

III. Perspectives à long terme du SME

Le Président rappelle qu'un rapport oral du Président du Comité doit être présenté à la réunion informelle du Conseil ECOFIN les 20 et 21 septembre à Gleneagles. Les Gouverneurs ont déjà réagi sur un premier projet diffusé début août; sur la base de leurs remarques, une version révisée, datée du 3 septembre 1986, a été établie et a été examinée par les Suppléants lors de leur réunion du 8 septembre.

M. Loehnis indique que, en conclusion de leur discussion, les Suppléants proposent quelques amendements au projet révisé qui concernent la section 3) "Autres questions et évolution future".

1. Section 3, 1er paragraphe, 2e phrase: le texte entre crochets [et par suite de ces divergences il a fallu procéder récemment à des réalignements] serait supprimé et la phrase s'arrêterait donc après "domaine budgétaire".

2. Section 3, 1er paragraphe: la 3e phrase commençant par "Il est sans aucun doute nécessaire encore plus solide" serait remplacée par 2 phrases distinctes afin de bien distinguer les deux idées importantes, d'une part la nécessité de renforcer la convergence, d'autre part la participation plus large aux mécanismes du SME. Ces deux phrases pourraient se lire comme suit: "Il est sans aucun doute nécessaire de renforcer davantage la convergence en vue d'établir encore plus solidement le SME. Les Gouverneurs attendent avec intérêt que tous les pays membres de la CEE puissent participer à tous les éléments du SME sur une même base."

3. Section 3, 2e paragraphe: deux variantes sont présentées entre crochets; les Suppléants proposent de retenir la seconde en supprimant les mots "doivent encore être surmontées", ce qui signifie que la dernière phrase de ce paragraphe se lirait comme suit: "Il apparaît que des divergences de vues existent encore sur ce sujet".

4. Section 3, 3e paragraphe: la 2e phrase serait légèrement modifiée et se lirait comme suit: "Les Gouverneurs sont d'avis qu'il faudrait continuer à le laisser se développer sous l'effet des forces du marché et que l'abolition dans tous les pays membres des restrictions frappant la libre utilisation de l'Ecu privé contribuerait à renforcer l'expansion du marché".

5. Section 3, 3e paragraphe: la dernière phrase serait remplacée par le texte ci-après: "Les Gouverneurs ont chargé leurs experts de procéder à une étude complémentaire des deux propositions". Les deux propositions avaient suscité chez les Suppléants des avis partagés, certains les jugeant difficiles pour des raisons techniques, d'autres pour des raisons de principe. De toute manière, les Suppléants sont d'accord pour que les deux propositions soient étudiées par le "Groupe Dalgaard", seul le schéma de la Banque de France ayant fait l'objet d'un premier examen très rapide.

M. Loehnis signale enfin que les représentants de la Commission ont souhaité que le rapport contienne une mention plus explicite de la contribution que l'expansion de l'Ecu privé peut apporter à la réalisation de l'objectif d'intégration monétaire.

Le Président remercie M. Loehnis et les Suppléants pour leur travail et suggère que, sous réserve d'objections exprimées par les Gouverneurs, le rapport soit accepté avec les amendements proposés par les Suppléants. Le rapport restera un rapport oral sous la responsabilité du Président mais ce dernier souhaite bien entendu refléter de manière aussi fidèle que possible les vues des Gouverneurs.

M. Rubio indique qu'il n'a pas de remarques ponctuelles sur le texte mais qu'il souhaite donner une réaction générale, même si l'Espagne et la peseta ne participent pas aux mécanismes du SME. L'impression générale que suscite le rapport est une certaine déception; on n'a pas fait un effort suffisant pour répondre à l'invitation des Ministres et à l'objectif d'une identité monétaire plus marquée pour l'Europe, qui sous-tend le mandat de Palerme. Les Gouverneurs n'offrent pas de nouvelles idées aux Ministres en ce qui concerne l'évolution vers une monnaie européenne et se sont centrés sur les difficultés techniques sans faire certains choix de principe. Les Gouverneurs risquent de la sorte d'encourir les reproches, souvent faits aux hommes politiques, d'être timorés et il est à espérer qu'ils retrouvent le bon esprit dans lequel ils ont travaillé pour la mise en oeuvre et la gestion du SME.

M. Camdessus félicite le rédacteur principal du rapport qui reflète parfaitement l'état d'esprit du Comité et son incapacité à présenter des propositions ou actions séduisantes; il reflète aussi le pragmatisme des Gouverneurs, leur méfiance ou leur allergie à toute construction a priori et à toute approche idéologique. Les Gouverneurs sont d'accord pour progresser pas à pas à la lumière de l'expérience; toutefois, à être trop pragmatique, on risque de trop effacer certaines divergences et de n'apporter aucune contribution intéressante aux Ministres. Le rapport gagnerait donc à avoir plus d'aspérités. Ainsi on ne répond pas vraiment à la question de savoir comment l'Ecu privé peut favoriser les progrès vers l'objectif d'intégration monétaire. Le rapport devrait noter que au moins certains Gouverneurs considèrent qu'il existe une sorte de relation circulaire entre l'utilisation de l'Ecu privé et les progrès de l'intégration monétaire. Celle-ci est stimulée par l'utilisation de l'Ecu privé, mais des progrès vers l'intégration monétaire sont nécessaires pour que l'Ecu privé se développe dans un environnement satisfaisant. Il est important de montrer aux détenteurs et utilisateurs de l'Ecu privé qu'on continue à progresser vers un statut plus stable de cet instrument

sinon on court le risque d'une perte de confiance dans l'avenir de l'Ecu et même d'une désintégration de l'Ecu privé qui aurait alors des conséquences monétaires graves. Si l'on veut que l'Ecu privé se développe normalement, il faut donc continuer la marche progressive vers un Ecu public à statut plus large et plus sûr.

En ce qui concerne l'évolution du rôle de l'Ecu comme actif de réserve, il est effectivement utile de souligner aux Ministres que c'est l'Ecu privé qui peut actuellement le mieux remplir ce rôle et de rappeler que l'on ne crée pas artificiellement une monnaie de réserve. Cependant, l'évolution doit être continue et doit être entretenue par des petits pas réguliers. Le rapport indique que certains progrès, encore discutés par les Gouverneurs, sont possibles mais on doit dire très clairement qu'ils vont être étudiés et on devrait se pencher en priorité sur les dispositions de précaution qui ont été ajoutées en 1978-79 lorsqu'on craignait que l'Ecu ne devienne une échappatoire à la convergence. L'expérience de 7 à 8 ans ayant levé tout doute sur ce risque, il serait souhaitable de supprimer assez rapidement les restrictions introduites à l'origine.

Le rôle que peut jouer l'Ecu vis-à-vis de l'extérieur pourrait être davantage souligné dans le rapport (cf. section 2, fin du 2e paragraphe); en effet, un tel rôle favoriserait la cohésion à court terme du mécanisme de change du SME et, à cet égard, la restriction mentionnée pour les petites monnaies paraît discutable.

M. Camdessus exprime son désaccord avec deux principes qui sont affirmés dans la section 2 du rapport:

- Le premier se trouve dans la phrase "Ils ont constaté que l'Ecu officiel ne présente pas actuellement les caractéristiques fondamentales d'une monnaie de réserve et estiment probable qu'il ne pourrait se transformer pleinement en action de réserve que dans le contexte de l'Union économique et monétaire...". Une telle affirmation est un sujet de discussion et de querelle idéologique, mais il serait préférable de l'éviter, étant donné que les accords fondant le SME n'établissent pas de liens entre le plein achèvement du système et l'Union économique et monétaire.
- Le second principe concerne "une utilisation accrue de l'Ecu ne peut pas, en elle-même, favoriser de façon sensible une intégration plus étroite". Beaucoup pensent au contraire que l'Ecu est un

élément essentiel de l'intégration européenne même s'il s'agit d'une évolution qui prendra du temps.

M. Camdessus conclut en indiquant qu'il souhaiterait qu'on dise plus clairement qu'il y a une certaine urgence à continuer les petits pas et que cette urgence est rendue un peu plus vive par l'évolution actuelle du système monétaire international et du dollar. En effet, à l'égard de ce dernier, de grandes inquiétudes existent sur la manière dont les autorités américaines le gèrent et sur ce qui peut se passer dans les prochains mois et années. Ces inquiétudes et incertitudes doivent pousser les Gouverneurs et les experts à continuer leurs travaux et à rendre le SME plus cohérent.

Le Président exprime son hésitation à remettre en cause le texte du rapport et envisage de tenir compte des remarques de M. Camdessus dans sa présentation orale. Les Ministres et les Gouverneurs pourront, de toute manière, faire valoir leurs différentes vues lors de la discussion à Gleneagles.

Le Président ajoute ses remerciements à ceux de M. Camdessus, à l'adresse de l'auteur du rapport.

M. Ciampi s'associe largement aux idées exprimées de manière élégante par M. Camdessus; il partage en particulier les réserves de ce dernier sur les principes présentés à la section 2 du rapport et estime qu'il conviendrait d'ajuster les rédactions concernées.

M. Pöhl exprime à son tour son appréciation à l'égard de l'auteur du rapport. Il faut éviter effectivement de ne transmettre aux Ministres que le plus petit dénominateur commun et il semble qu'en revoyant un peu le texte et sans cacher les divergences, on montrera les efforts réels de rapprochement qui devraient être compris et appréciés par les Ministres. Les Gouverneurs pourraient aussi à Gleneagles se démarquer par rapport à certaines idées du texte; ce n'est pas interdit même si ce serait la première fois dans la discussion sur le SME.

Quoi qu'il en soit, il ne faut pas oublier que le mandat de Palerme ne touche qu'une tranche assez limitée de la réalité et n'aborde pas les grands problèmes politiques du SME. Peut-être faudrait-il souligner cela à Gleneagles, c'est-à-dire la question de la libération des mouvements de capitaux, la question du mécanisme de change et de la participation de tous les pays membres et la question de la politique de change de la CEE à l'égard du dollar dont le déclin risque de se poursuivre.

En ce qui concerne l'Ecu, un certain progrès et une certaine évolution positive sont enregistrés tant pour l'Ecu officiel que pour l'Ecu privé. Toutefois, à propos de ce dernier, le rapport ne mentionne pas la récente actualité, à savoir le contre-coup ou la légère désaffection qui s'est produite en liaison avec la dévalorisation de l'Ecu due principalement à la baisse de la livre sterling. Ce mouvement est peut-être transitoire mais il faut le garder à l'esprit. Il est utile d'exprimer clairement le souhait d'une abolition des restrictions frappant l'utilisation de l'Ecu privé et il est à espérer que cela se fera partout. En revanche, il y a lieu d'être prudent et réservé sur les liens entre l'Ecu officiel et l'Ecu privé. En effet, l'utilisation de celui-ci n'a pas actuellement d'incidence sur la politique monétaire mais il en irait tout autrement dès qu'on établirait une passerelle entre les deux Ecus. Les banques centrales seraient alors engagées dans des responsabilités nouvelles vis-à-vis de l'Ecu privé pour sa circulation et sa stabilité et devraient éventuellement jouer un rôle de prêteur en dernier ressort; de telles implications doivent être soigneusement examinées avant de franchir un pas aussi décisif.

M. Pöhl conclut en indiquant que même si le rapport n'est pas très enthousiasmant, il devrait être présenté à peu près tel quel, les Gouverneurs pouvant, lors de la discussion à Gleneagles, faire valoir des vues un peu différentes et plus progressistes.

M. Delors remercie tout d'abord les Gouverneurs pour le travail accompli qui est certainement très intéressant, pour la Commission comme pour les Ministres, y compris dans les nuances qui ont été apportées par la discussion du Comité. Il faut espérer maintenant qu'un débat ait lieu à Gleneagles.

M. Delors présente ensuite quelques remarques résumées ci-après.

Si l'on pose la question "comment faire progresser la construction européenne?", beaucoup de gens sérieux ou d'experts répondraient que l'impulsion peut venir de la réalisation du grand marché, de la monnaie ou des problèmes de sécurité et de stratégie. C'est dire l'importance des questions qui sont actuellement examinées par les Gouverneurs et qui devraient être placées dans cette perspective.

Lorsque, à Palerme, on a parlé de l'avenir de l'Ecu et du SME, il a été décidé d'écarter pour l'instant l'hypothèse de travail d'une monnaie commune pour se concentrer sur une monnaie de réserve, ce qui signifie qu'on entre davantage dans la technique monétaire. A cet égard, deux approches

étaient envisageables: celle de l'Ecu officiel ou celle de l'Ecu privé. Le rapport des Gouverneurs met davantage l'accent sur la seconde mais, même si l'approche par l'Ecu officiel est difficile, la question se pose et demeure ouverte.

Il existe un rapport dialectique entre le renforcement de la coopération monétaire et du SME et l'évolution de l'Ecu. Autrement dit, la question n'est pas tant de savoir où ira l'Ecu privé que de s'interroger sur ce qu'on pourrait faire pour assurer un développement raisonnable de l'Ecu privé afin de contribuer notamment à l'intégration monétaire et financière dans la Communauté. De ce point de vue, il est intéressant de se pencher sur l'évolution de l'Ecu privé pendant l'année 1986. On constate que les opérations en Ecus continuent à augmenter mais surtout sous la forme de transactions entre banques, ce qui montre une baisse de l'intérêt des personnes privées, phénomène qui est également illustré par la stagnation des émissions en Ecus. Le volume de celles-ci ne pouvait certes pas continuer à progresser au même rythme qu'entre 1984 et 1985; il semble clair toutefois qu'en l'absence de mesures visant à renforcer le SME et la crédibilité de l'Ecu, le dynamisme de l'Ecu privé risque de s'affaiblir. Il y a là une question centrale sur laquelle il serait souhaitable que les Gouverneurs se penchent durant les mois à venir en fonction de l'évolution des marchés.

Comme certains Gouverneurs l'ont dit, un autre exercice central et très actuel est de s'interroger sur ce que vont faire les pays du SME en cas de glissement accentué du dollar. Existe-t-il une réponse à partir du SME ou une réponse concertée indépendamment du système. En tout état de cause, la situation est très préoccupante et d'autant plus que des déclarations réitérées de certaines autorités américaines semblent indiquer une volonté de faire pression sur le cours du dollar ou à tout le moins de jouer avec celui-ci. Il serait utile d'expliquer aux Américains l'importance d'une gestion responsable du système monétaire international et d'attirer l'attention des Ministres sur cette question.

Le Président remercie le Président Delors pour ses commentaires très intéressants. Il considère que l'évolution de l'utilisation de l'Ecu privé entre 1985 et 1986 est liée dans une large mesure à la baisse du dollar. Il conclut en remerciant les Gouverneurs pour leur contribution à la préparation d'un rapport dont des exemplaires seront disponibles à Gleneagles, après sa présentation orale aux Ministres.

IV. Echange de vues sur les points à l'ordre du jour des réunions internationales de Washington

Le Président rappelle que ce point est mis, traditionnellement, à l'ordre du jour de la séance de septembre en vue de permettre aux Gouverneurs qui le souhaitent de soulever l'une ou l'autre question liée aux réunions du Fonds Monétaire International. Les Gouverneurs auront de toute manière l'occasion de revenir sur ces réunions lors de la rencontre de Gleneagles et la plupart d'entre eux se retrouveront ultérieurement à Washington.

Le Président constate qu'il n'y a pas de remarques présentées sous ce point.

V. Autres questions relevant de la compétence du Comité

Le Président rappelle que les Gouverneurs sont saisis d'une demande, désormais officielle, de la Banque Nationale d'Autriche (une copie de la lettre du Président Koren a été remise aux Gouverneurs) de participer au mécanisme de concertation. A la séance du Comité de juillet, un sondage officieux avait donné lieu à une réaction favorable. Il convient donc maintenant que les Gouverneurs confirment qu'ils sont prêts à admettre la Banque Nationale d'Autriche dans le cercle des participants à la concertation.

Le Président constate l'accord des Gouverneurs et précise qu'il écrira au Président Koren pour lui faire part de cette décision positive.

VI. Date et lieu de la prochaine séance

La prochaine séance aura lieu à Bâle, le mardi 11 novembre 1986 à partir de 10 heures.

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

JUILLET ET AOUT 1986

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

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

En juillet et août, les marchés des changes ont été essentiellement caractérisés par les développements suivants:

- nouvelle baisse du dollar EU;
- très grande fermeté du deutsche mark, du florin et du franc suisse;
- nouvel accès de faiblesse de la livre sterling, lié en grande partie au pétrole;
- tensions occasionnelles au sein du SME et réalignement, le 4 août, comportant une dévaluation de 8% de la livre irlandaise par rapport aux autres monnaies du mécanisme de change du SME.

Le dollar EU a poursuivi son mouvement de baisse au cours de la période sous revue, perdant de 5 à 8% par rapport à la plupart des autres monnaies. Il s'est affaibli en raison de la faiblesse persistante de l'activité économique aux Etats-Unis, de l'évolution défavorable des écarts de

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

taux d'intérêt, les taux américains ayant diminué plus que les taux étrangers, et de l'attente d'un nouvel assouplissement de la politique monétaire aux Etats-Unis. Le dollar s'est également ressenti du scepticisme croissant au sujet de la réduction des importants déséquilibres des paiements entre les pays développés et du sentiment du marché que l'administration américaine serait favorable à une nouvelle dépréciation du dollar. Le recul du dollar a été atténué à certains moments par les interventions des banques centrales étrangères ainsi que par les spéculations sur une baisse des taux d'intérêt de certaines de ces banques centrales.

Le SME a parfois atteint sa largeur maximale en juillet, entre le franc français et la couronne danoise. Avec effet au 4 août, la livre irlandaise a été dévaluée de 8% en termes de cours-pivots bilatéraux par rapport aux autres monnaies du mécanisme de change. Des tensions sont réapparues pendant quelque temps juste après le réalignement, pour disparaître cependant ultérieurement. La bande étroite s'est de nouveau élargie à la fin d'août, pour atteindre presque sa largeur maximale entre le deutsche mark et la couronne danoise. Le deutsche mark (et le florin) se sont affermis au sein du système durant la période sous revue, pour se situer au sommet de la bande étroite vers la fin du mois d'août; début août, la couronne a été remplacée pendant une courte durée par le franc belge au plancher de la bande étroite. La lire italienne s'est établie au-dessus du sommet de la bande étroite pendant la plus grande partie de la période et a terminé à 3 1/2% au-dessus de la couronne danoise.

Le deutsche mark a gagné du terrain par rapport à toutes les grandes monnaies. Vis-à-vis du dollar EU, il s'est renforcé de 7,1%, soit plus que les autres monnaies participant au mécanisme de change du SME. De ce fait, il est devenu la monnaie la plus forte de la bande étroite vers la fin d'août. A l'égard de la livre sterling, il s'est apprécié de près de 11%, atteignant ainsi un record absolu.

Au cours des deux mois sous revue, la position relative du franc français dans le mécanisme de change européen s'est quelque peu affaiblie. Il est en effet revenu de la première à la cinquième place tout en demeurant dans la partie supérieure de la bande de fluctuation. Plusieurs causes sont à l'origine de cette dépréciation: la fermeté intrinsèque du deutsche mark sur la période; un termaillage moins favorable

de la part des résidents, qui découle de la libéralisation du contrôle des changes et du repli du dollar; une attitude plus réservée des non-résidents comme en témoigne le léger raffermissement des taux de l'eurofranc au cours des derniers jours du mois d'août.

Le franc belge s'est maintenu à la sixième position dans la grille des parités. Sa décote vis-à-vis du mark s'est néanmoins élargie d'environ 1 1/4%. Dans les jours qui ont suivi la dévaluation de la livre irlandaise, le franc belge s'est trouvé en opposition avec cette dernière monnaie. Des interventions obligatoires ont été nécessaires pour des montants, il est vrai, assez limités.

Le florin néerlandais s'est élevé dans la moitié supérieure de la bande étroite du SME avec le deutsche mark. Le sentiment favorable du marché a permis à la Nederlandsche Bank d'acheter des montants importants de devises et autorisé un abaissement des taux d'intérêt. Les pertes de réserves et le raffermissement des taux survenus à la suite du réalignement d'avril ont été ainsi éliminés.

La couronne danoise est demeurée près du plancher de la bande étroite et s'est trouvée à certains moments à son point d'intervention par rapport au franc français et à la livre irlandaise. La faiblesse de la couronne a été due à la persistance du déficit des paiements courants et à l'intensification des exportations de capitaux privés.

En juillet, la livre irlandaise s'est légèrement affaiblie au sein du SME, la baisse sensible du sterling et du dollar EU ayant entraîné une forte demande commerciale de devises. La Central Bank of Ireland a opéré des interventions substantielles, notamment vers la fin du mois, pour soutenir sa monnaie. A la suite de l'ajustement en baisse de 8% au sein du SME, à compter du 4 août, le taux de change de la livre irlandaise s'est déprécié de quelque 6% sur le marché, la livre s'est élevée au sommet de la nouvelle bande étroite du SME et la Central Bank of Ireland a effectué certaines interventions à l'achat.

En juillet, la lire italienne, tout en demeurant stable vis-à-vis du deutsche mark, s'est appréciée au sein du SME, se situant nettement au-dessus de la bande étroite. La tendance, due essentiellement à des facteurs saisonniers, a été atténuée par des achats substantiels de la Banca d'Italia. En août, l'instabilité liée à la baisse du dollar EU ainsi que des modifications importantes des taux de change bilatéraux

des grandes monnaies européennes, a nécessité des interventions fréquentes dans les deux sens de la Banca d'Italia; la lire est demeurée stable au sommet du SME.

La livre sterling s'est affaiblie en juillet par rapport à toutes les grandes monnaies, y compris le dollar, sous l'effet principalement du fléchissement des prix pétroliers. L'accord conclu de manière inattendue par l'OPEP en août et le relèvement qui s'ensuivit des prix pétroliers ont entraîné une modeste reprise, mais des prévisions de détérioration de la balance des paiements du Royaume-Uni ont à nouveau engendré des pressions à la baisse. La livre s'est ensuite effritée par rapport aux monnaies continentales pour tomber à des minimums absolus par rapport au deutsche mark et au franc suisse. Au cours de la période, l'indice de la livre pondéré en fonction des échanges commerciaux a fléchi de 6 3/4%, pour s'établir à 71,1 (1975 = 100).

Par rapport au dollar EU, la drachme grecque s'est appréciée de 3,6% et de 0,5% respectivement en juillet et en août. Vis-à-vis de l'Ecu, elle s'est appréciée de 0,2% en juillet et s'est dépréciée de 0,8% en août. En termes effectifs, la drachme a fléchi de 0,8% durant le premier mois et de 0,7% au second.

En termes de taux de change effectif, l'escudo portugais s'est affaibli de 0,7% en août. Vis-à-vis du dollar EU, il s'est renforcé de 0,1%, mais par rapport à l'Ecu il a fléchi de 1,2%.

La peseta espagnole s'est appréciée de 3,8% en juillet par rapport au dollar EU et de 0,6% en août. Sur une base effective, elle a gagné 0,6% vis-à-vis des monnaies du SME durant le premier mois et s'est dépréciée de 0,5% au second.

Devant la hausse excessive des taux d'intérêt du franc suisse à la fin de chaque mois, due aux opérations de présentations de bilan, la Banque Nationale Suisse a décidé d'accroître la liquidité du système bancaire lors de ces deux périodes. Il en est résulté une baisse de 1%, sur les deux mois, des taux du marché monétaire et la tendance à la hausse du franc suisse s'est interrompue.

La couronne suédoise s'est légèrement affaiblie durant la première moitié de juillet, dans un marché relativement équilibré. Pendant la première quinzaine d'août, la Sveriges Riksbank a dû intervenir quotidiennement sous forme de ventes de dollars, en raison essentiellement

des répercussions de la spéculation contre le mark finlandais. A partir du milieu d'août, le marché a été à nouveau relativement équilibré à un niveau d'indice de 131,3.

Durant la première quinzaine de juillet, la couronne norvégienne est demeurée forte et des entrées de devises ont été enregistrées. Après des pressions spéculatives momentanées au milieu de juillet, l'indice effectif s'est stabilisé autour de 110,5, soit quelque 1% au-dessous du niveau précédent. La Norges Bank est intervenue de temps à autre pour soutenir sa monnaie.

Le dollar canadien a terminé la période sous revue plus ou moins inchangé, son cours se situant dans une fourchette relativement étroite juste au-dessus de \$EU 0,7200. Durant la majeure partie du mois de juillet, il s'est renforcé par rapport au dollar EU, en grande partie sous l'effet d'un élargissement de l'écart favorable entre les taux d'intérêt canadiens et américains à court terme et par suite d'une demande étrangère de titres canadiens. Vers la fin de juillet et durant la majeure partie du mois d'août, le dollar canadien s'est affaibli en raison essentiellement des préoccupations des agents économiques au sujet du déficit de la balance des paiements courants du Canada, du taux d'inflation et du déficit budgétaire.

Le yen japonais s'est renforcé de 6,4% en juillet par rapport au dollar EU puis s'est affaibli de 2,3% en août. Après avoir fluctué autour du niveau de 160 durant la première quinzaine de juillet, le yen s'est nettement raffermi au cours de la seconde, en raison de signes de ralentissement de la croissance économique aux Etats-Unis et de diverses remarques de responsables américains exprimant leur volonté de permettre une nouvelle dépréciation du dollar. En août, le yen a continué de faire preuve de fermeté, traduisant une révision en baisse, plus forte que prévu, du chiffre du PNB américain au deuxième trimestre et les anticipations d'un abaissement du taux d'escompte aux Etats-Unis. Toutefois, vers la fin d'août, le yen s'est de nouveau affaibli, le marché considérant une nouvelle appréciation du yen peu probable. Vis-à-vis des principales monnaies européennes, le yen s'est renforcé en juillet (appréciation de 3,3% vis-à-vis de l'Ecu) et s'est affaibli en août (dépréciation de 2,6% à l'égard du l'Ecu).

II. INTERVENTIONS

a) Interventions en dollars EU

En juillet et août, les achats nets de dollars par les banques centrales se sont élevés à \$EU 7,3 milliards et \$EU 4,4 milliards respectivement, contre \$EU 3,6 milliards en juin. Les achats bruts ont atteint \$EU 9,3 milliards et \$EU 5,7 milliards respectivement. Les ventes brutes se sont chiffrées à \$EU 2,0 milliards et \$EU 1,3 milliard respectivement. Les principaux acheteurs nets tant en juillet qu'en août ont été la banque centrale du Japon, le Banco de España et la Nederlandsche Bank.

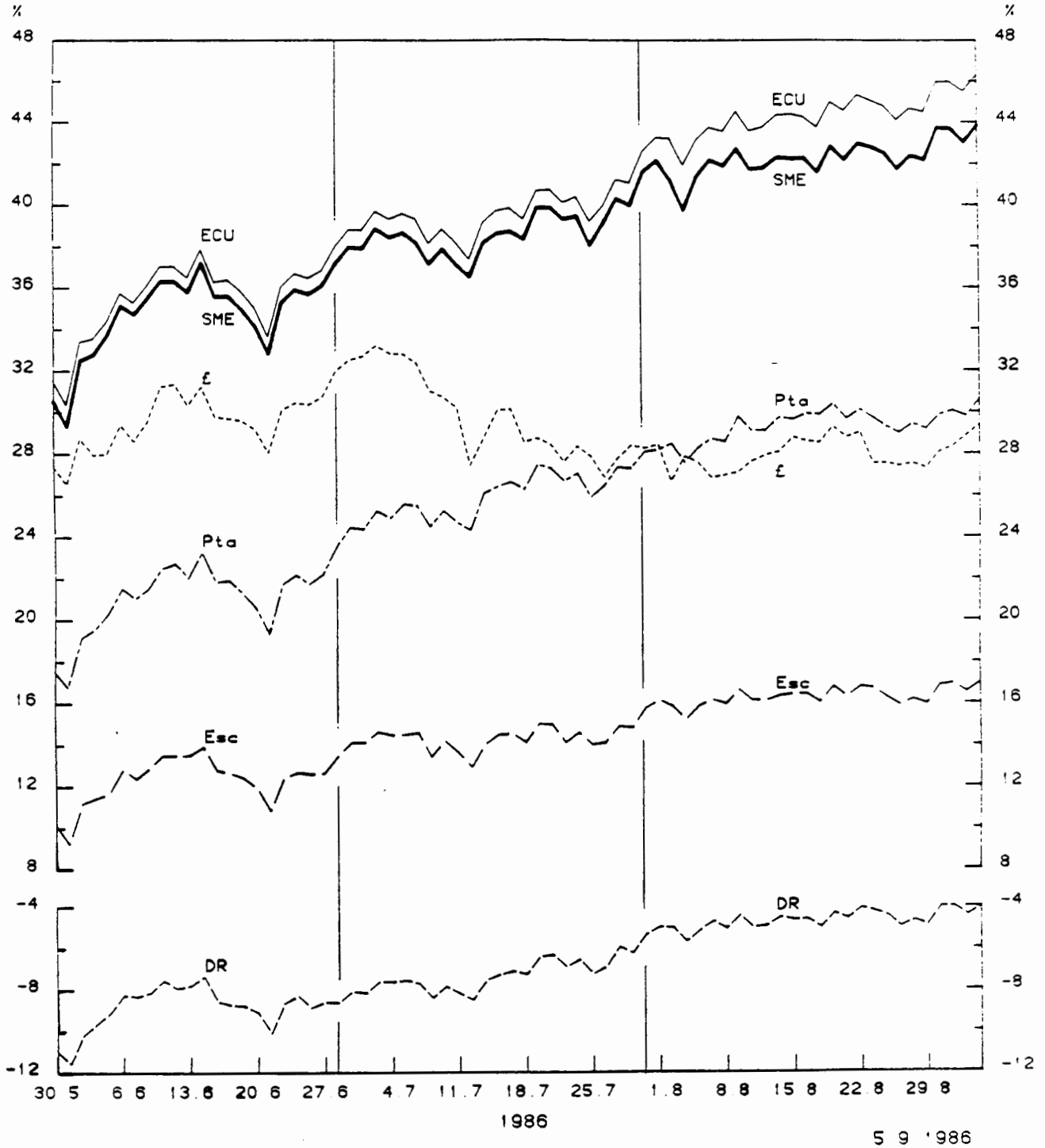
b) Interventions en monnaies communautaires

En juillet et août, les interventions brutes en monnaies du SME contre d'autres monnaies communautaires se sont élevées au total à l'équivalent de \$EU 4,7 milliards et \$EU 3,0 milliards respectivement, contre \$EU 1,5 milliard en juin. En juillet, les interventions ont consisté essentiellement en ventes à l'intérieur des marges de deutsche marks par la Banque de France et en cessions de francs français, à la limite, par la Danmarks Nationalbank. En août, les interventions en monnaies communautaires et en Ecus ont porté principalement sur des ventes à l'intérieur des marges de deutsche marks effectuées essentiellement par la Banca d'Italia et la Banque de France.

III. PREMIERS JOURS DE SEPTEMBRE 1986

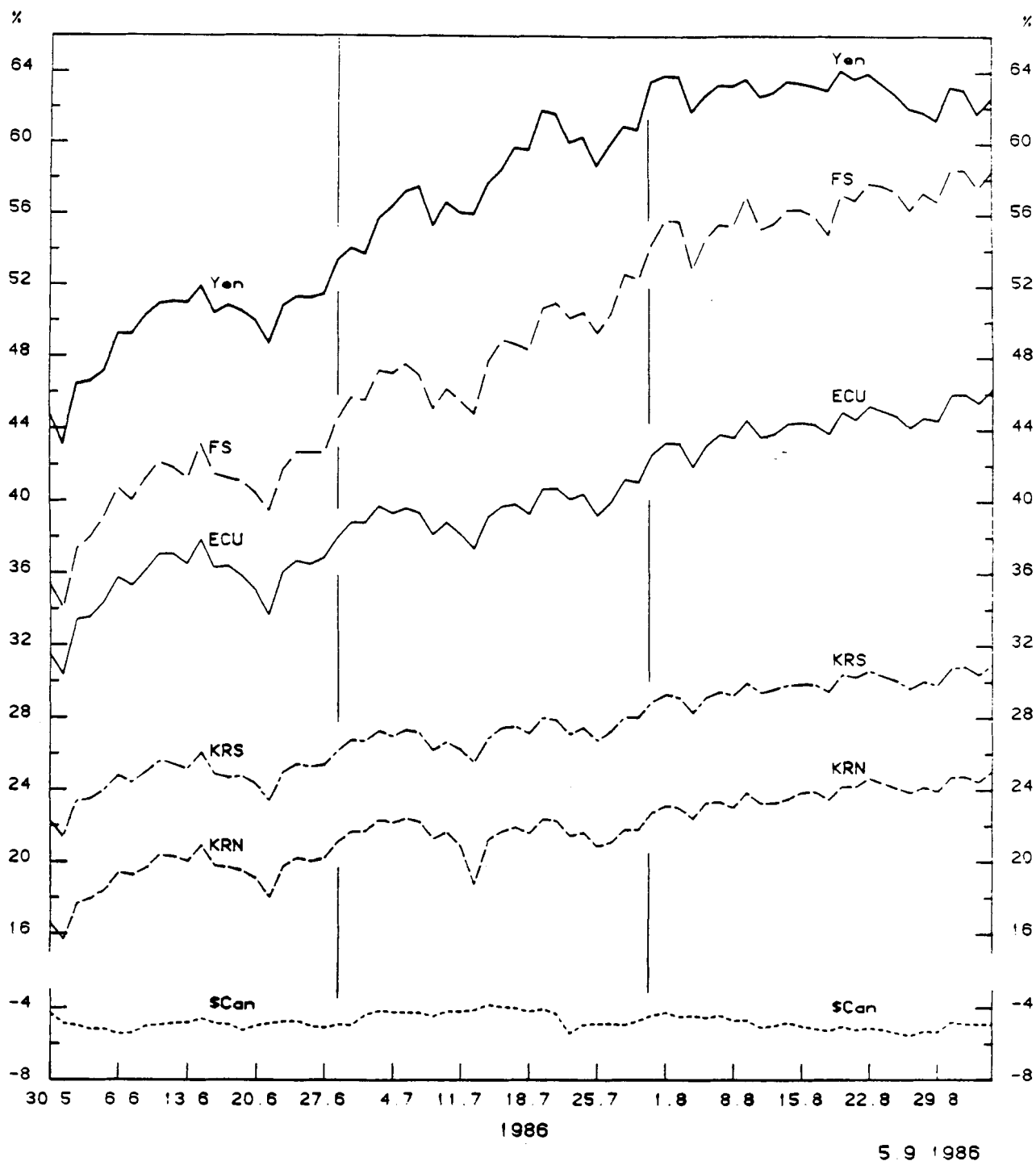
Le dollar EU s'est redressé à la suite des résultats encourageants concernant les commandes de biens d'équipement américains, pour fléchir cependant à la suite des déclarations d'un responsable américain indiquant qu'une nouvelle dépréciation du dollar pourrait être nécessaire pour aider à réduire le déficit commercial des Etats-Unis. La livre sterling s'est d'abord affaiblie en raison du sentiment à la baisse du marché, pour tomber à un nouveau minimum absolu par rapport au deutsche mark, puis s'est raffermie sous l'effet du relèvement des prix pétroliers et de l'annonce d'un emprunt de \$EU 4 milliards par le Royaume-Uni. Le SME n'a été soumis à aucune tension notable.

EVOLUTION DE L'ECU, DU COURS MEDIAN DES MONNAIES PARTICIPANT AU
MECANISME DE CHANGE DU SME ET DES MONNAIES DES BANQUES CENTRALES DE LA
CEE NE PARTICIPANT PAS A CE MECANISME, SUR LA BASE DES COURS RELEVES
LE 31 DECEMBRE 1984 VIS-A-VIS DU \$EU *



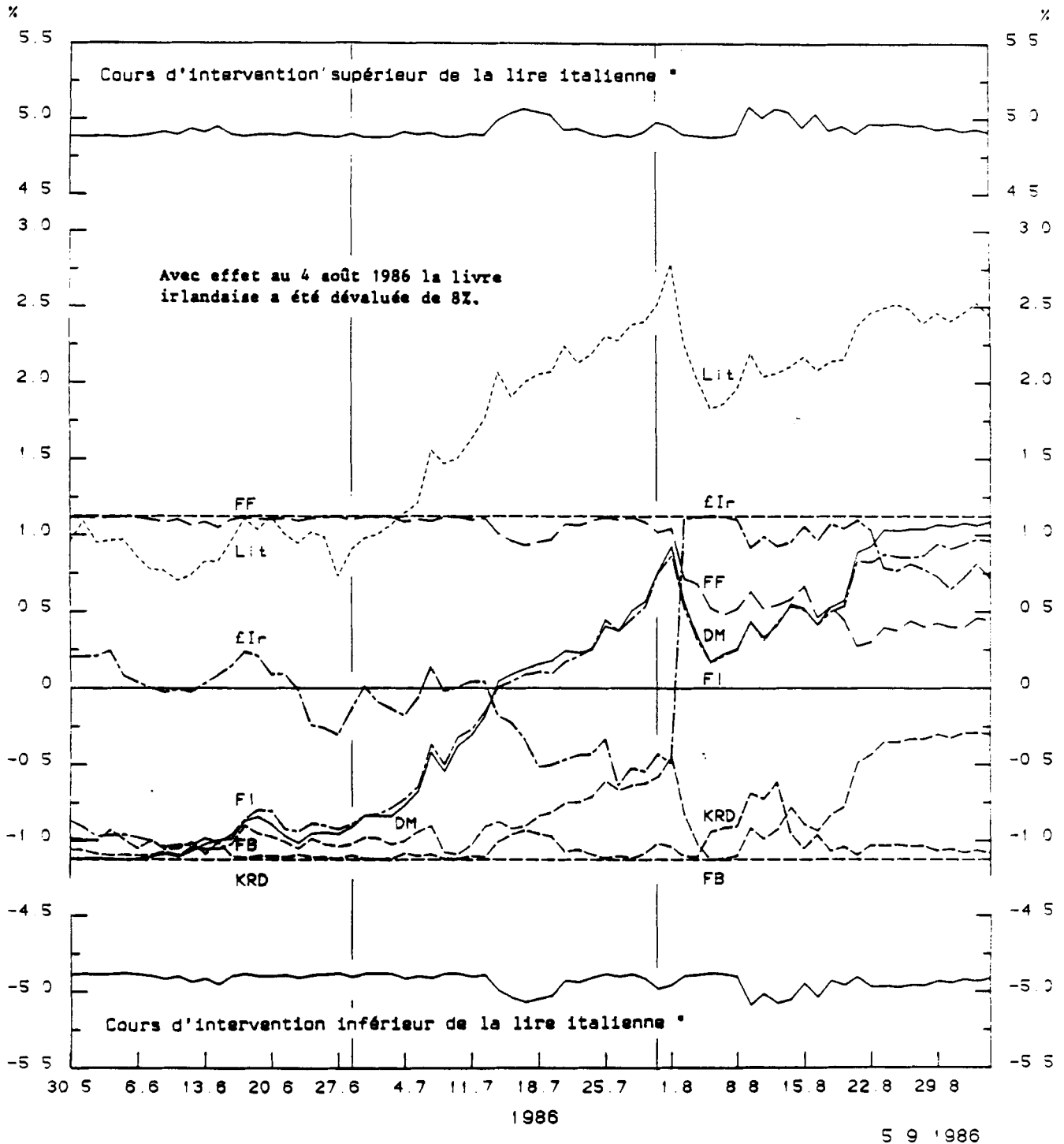
* Voir page suivante.

EVOLUTION DE L'ECU ET DES MONNAIES DES BANQUES CENTRALES HORS CEE
PARTICIPANT A LA CONCERTATION, SUR LA BASE DES COURS RELEVES LE
31 DECEMBRE 1984 VIS-A-VIS DU \$EU *



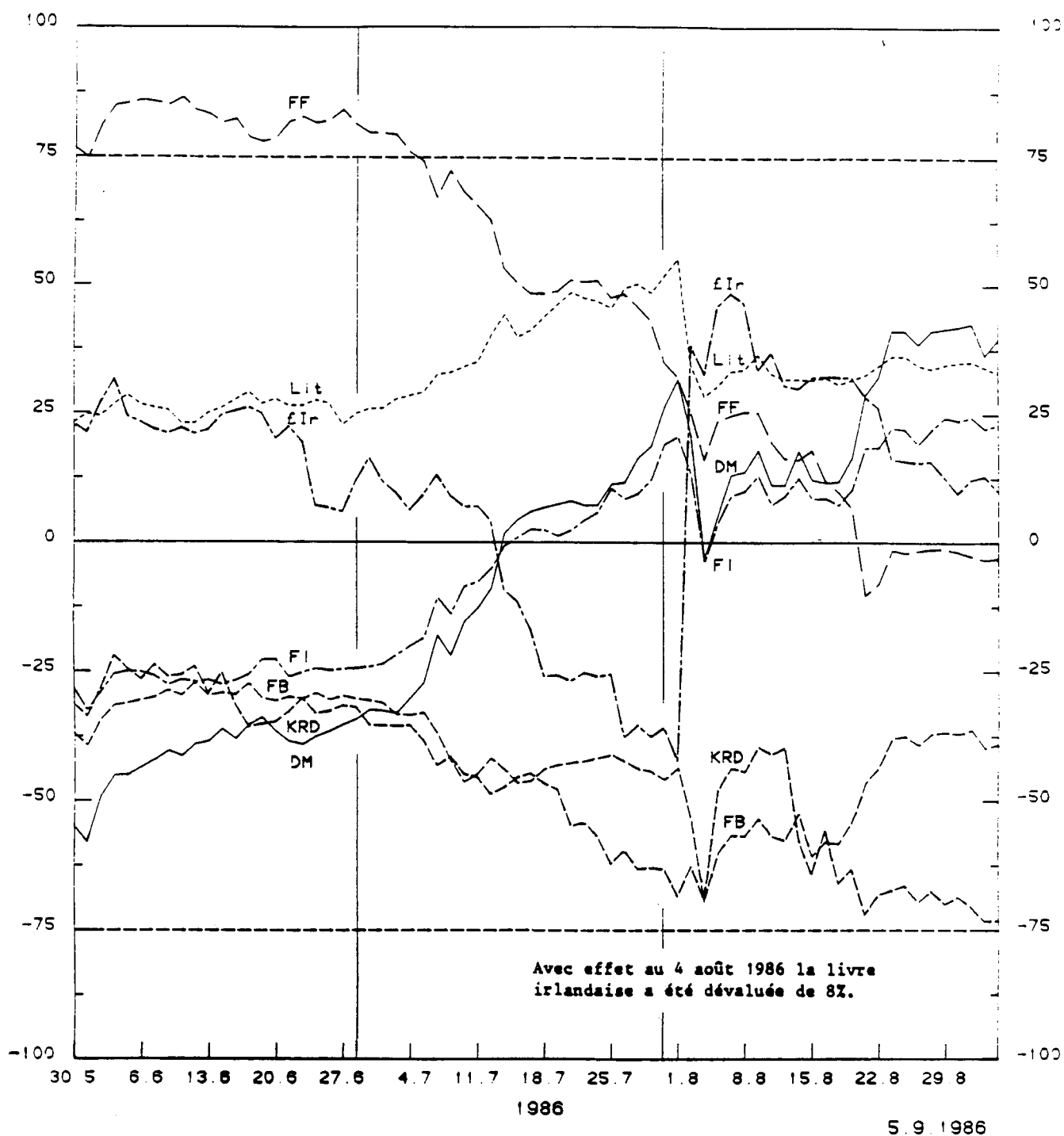
* ECU 0,708946; £ 0,8602; DR 128,4199; PTA 173,2995; ESC 169,7506;
\$Can 1,32; FS 2,593; Yen 251,1503; KRS 8,985; KRN 9,0875; cours
médian des monnaies participant au SME 0,71678. Le cours médian
des monnaies participant au SME représente la moyenne journalière
des cours des deux monnaies à marge de fluctuation de 2,25%,
exprimés en dollars EU, qui se sont éloignés le plus de leurs
cours-pivots bilatéraux actuels.

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



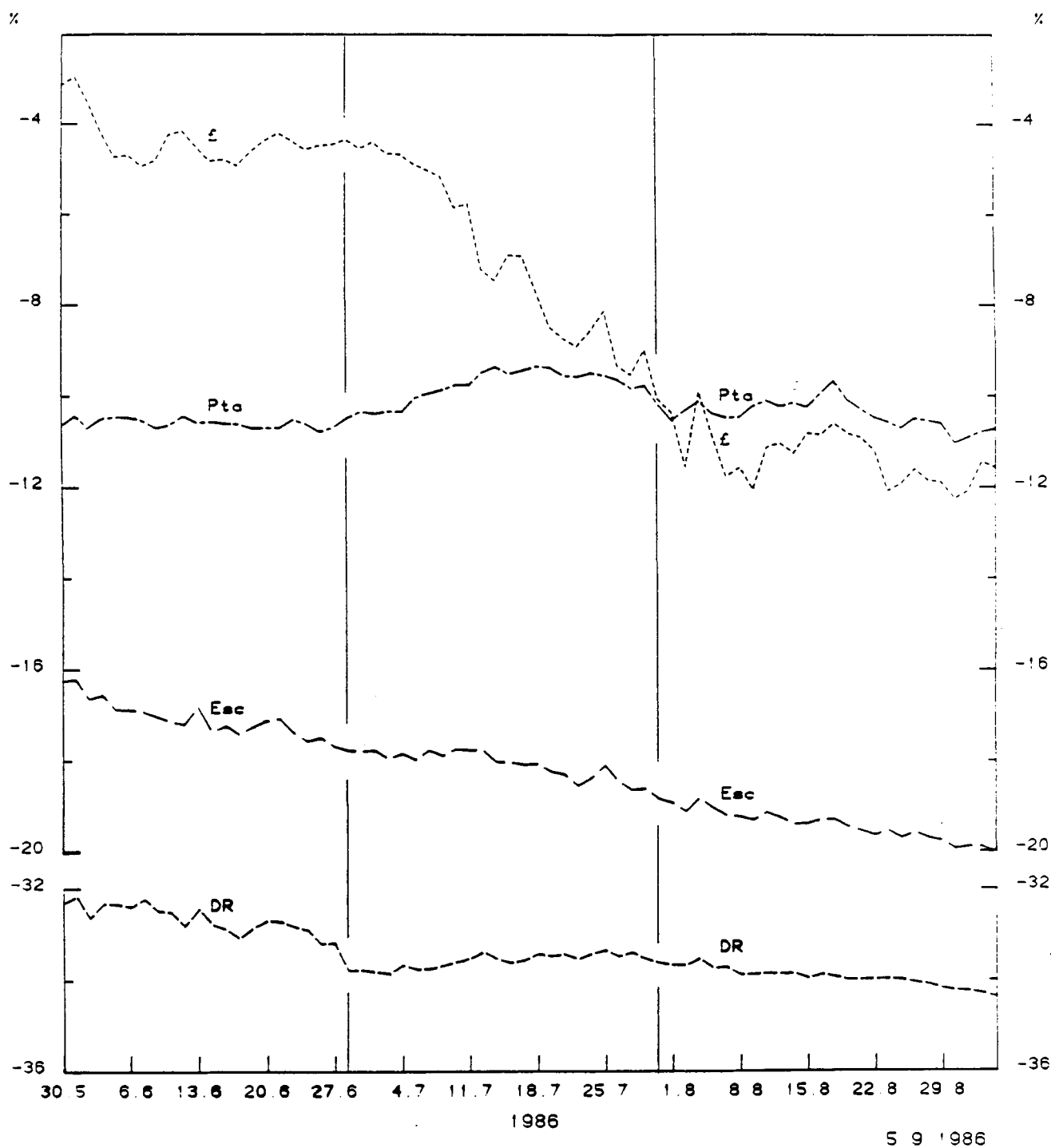
* Les cours d'interventions supérieur et inférieur de la lire italienne représentent l'écart maximal théorique par rapport à la monnaie la plus faible respectivement la plus forte dans la bande de fluctuation étroite de $\pm 2,25\%$.

EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE •



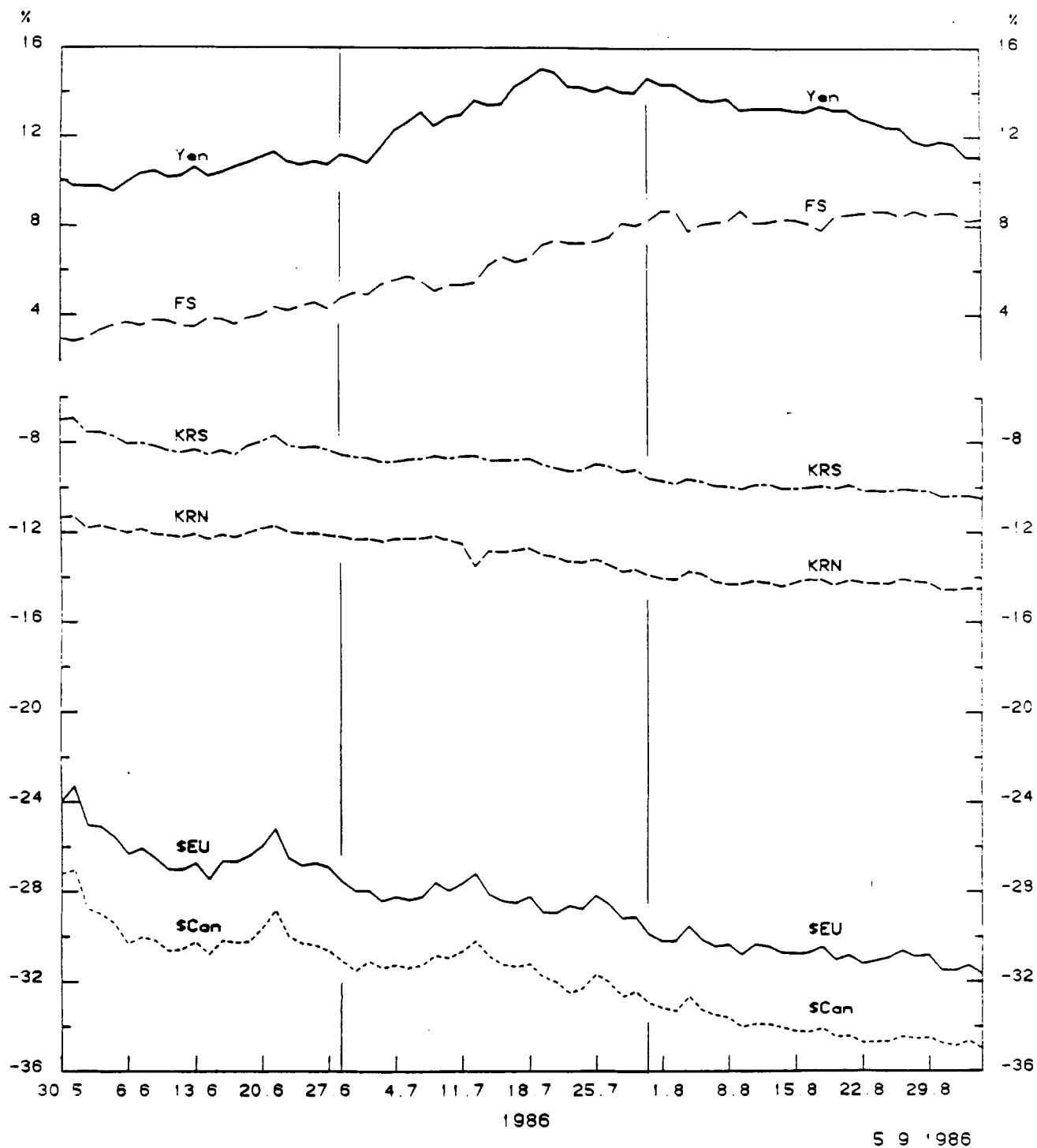
• L'indicateur de divergence a pour but de mesurer, sur une base comparable pour toutes les monnaies participant au mécanisme de change européen, la position d'une monnaie vis-à-vis de son cours-pivot ECU. L'écart maximal de divergence est le pourcentage maximal par lequel le cours de marché de l'ECU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

EVOLUTION DE LA LIVRE STERLING, DE LA DRACHME, DE LA PESETA ET DE
L'ESCUDDO PAR RAPPORT A L'ECU SUR LA BASE DES COURS DU MARCHE RELEVES
LE 31 DECEMBRE 1984 *



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

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



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