

PROCES-VERBAL *
DE LA 210e SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS
DES BANQUES CENTRALES DES ETATS MEMBRES DE LA
COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE
TENUE A BALE, LE MARDI 9 DECEMBRE 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 Vice-Président de la Deutsche Bundesbank, M. Schlesinger, accompagné par M. Rieke; le Gouverneur de la Banque de Grèce, M. Chalikias, accompagné par MM. Papageorgiou et Zarifopoulos; le Gouverneur du Banco de España, M. Rubio, accompagné par MM. Sánchez-Pedreño et Feito; le Gouverneur de la Banque de France, M. Camdessus, accompagné par MM. Waitzenegger et Cappanera; le Gouverneur de la Central Bank of Ireland, M. Ó Cofaigh, accompagné par MM. O'Grady Walshe et Reynolds; le Gouverneur de la Banca d'Italia, M. Ciampi, accompagné par MM. Dini et Maserà; 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 MM. Pego Marques et J.M. Baptista; le Directeur Général des Affaires économiques et financières de la Commission des Communautés européennes, M. Russo, accompagné par M. Mingasson; le Secrétaire du Comité monétaire, M. Kees; le Directeur Général de l'Institut monétaire luxembourgeois, M. Jaans. Assistent en outre MM. Raymond et Dalgaard, Présidents de groupes d'experts. Le Secrétaire Général du Comité, M. Morelli, et son Adjoint, M. Bascoul, et MM. Scheller et Cook sont aussi présents, ainsi que MM. Bockelmann et Dagassan.

* Texte définitif, approuvé lors de la séance du 10 février 1987, présentant par rapport au projet une modification de caractère rédactionnel.

I. Approbation du procès-verbal de la 209e séance

Le Comité approuve à l'unanimité le procès-verbal de la 209e séance dans le texte du projet qui a été soumis aux membres.

II. Echange de vues sur le fonctionnement de la concertation intracommunautaire:

- Présentation par M. Dalgaard du rapport concernant l'évolution sur les marchés des changes des pays participant à la concertation au cours du mois de novembre et des premiers jours de décembre 1986;
- Adoption par le Comité du rapport destiné aux Ministres des Finances des pays de la CEE

A. Exposé de M. Dalgaard

M. Dalgaard tout d'abord commente le rapport annexé au procès-verbal et souligne quelques éléments particuliers intervenus depuis le début de novembre; il présente ensuite quelques remarques sur la récente faiblesse du cours du yen; ces remarques sont résumées ci-après et sont accompagnées de graphiques qui sont annexés au procès-verbal.

Au cours de sa séance de novembre le Comité a examiné les raisons du nouvel affaiblissement du yen par rapport au dollar et les possibilités d'action à cet égard, et m'a demandé, en outre, de présenter certaines réflexions sur ce problème.

J'aimerais vous faire part de mes premières observations. Comme je n'ai pas encore eu la possibilité de débattre de ce problème au sein du groupe d'experts, les remarques qui suivent sont tout à fait personnelles.

J'ai préparé quelques graphiques que le Secrétariat vous a remis et qui serviront de base à mes commentaires.

La raison essentielle de la surprise causée par la faiblesse du yen est que, à l'époque de la réunion du Plaza, on s'attendait généralement à ce que le yen s'apprécie davantage à l'égard du dollar que les monnaies européennes.

L'évolution au cours des premiers mois a été conforme à cette attente; à partir du milieu de 1986, cependant, le yen s'est d'abord stabilisé, pour s'affaiblir ensuite vis-à-vis du dollar, alors que les monnaies du SME

continuaient à se renforcer. Par voie de conséquence, le yen s'est déprécié de 12 à 13% par rapport au deutsche mark.

J'aimerais replacer cette évolution dans une perspective à plus long terme.

Sur le premier graphique, j'ai indiqué pour les Etats-Unis, le Japon et l'Allemagne les taux de change bilatéraux, prix relatifs et taux de change corrigés des prix relatifs - une sorte de taux de change réel qui devrait indiquer l'évolution de la compétitivité.

Il ressort de l'examen du graphique du haut et de celui du bas qu'au cours des années soixante-dix, le yen et le deutsche mark ont suivi sensiblement la même évolution par rapport au dollar - c'est-à-dire, un fléchissement marqué de leur taux corrigé - de sorte que le cours ajusté yen/deutsche mark n'a guère changé.

Au cours de la décennie 80 jusqu'en 1985, la situation s'est modifiée. Le taux corrigé du deutsche mark s'est fortement apprécié - pour se situer à peu près au même niveau qu'en 1970 - alors que le cours corrigé du yen ne s'est pas apprécié dans les mêmes proportions. De ce fait, au cours de cette période, le yen a perdu de sa compétitivité par rapport au deutsche mark, comme vous le montre le graphique du milieu de la page. De 1985 à 1986, ces deux monnaies ont de nouveau perdu de leur compétitivité par rapport au dollar, le yen davantage toutefois que le deutsche mark. La position concurrentielle de la monnaie japonaise vis-à-vis du deutsche mark n'a donc cessé de se détériorer depuis 1982 et ne se situe actuellement qu'à 70% environ de son niveau de 1970.

Dans cette perspective à long terme, il est difficile de trouver des raisons pour incriminer le yen japonais. Par conséquent, le problème porte spécialement sur l'évolution survenue durant les cinq derniers mois.

C'est cette évolution à court terme que j'ai essayé d'illustrer à l'aide de trois séries de graphiques (Nos 2 à 4) indiquant la relation bilatérale entre les trois pays.

Sur la série No 2, le graphique en haut, à gauche, montre le taux de change effectif nominal tel qu'il est calculé par le FMI. Bien que probablement imparfaites, ces données MTC donnent cependant une idée de la direction et de l'ampleur des variations. Le graphique confirme que le dollar s'est apprécié jusqu'en février 1985 et qu'il a fléchi depuis lors.

Il fait apparaître également que le yen s'est en fait apprécié avec le dollar en 1983, puis s'est stabilisé jusqu'en septembre 1985, et ce n'est qu'à cette date qu'il a commencé à monter fortement. En revanche, les mouvements du deutsche mark reflètent plus étroitement ceux du dollar, comme vous le constaterez sur le graphique correspondant de la série No 3. Au cours de cette période de quatre années, le taux effectif du dollar s'est affaibli de 5% tandis que le taux effectif du deutsche mark a gagné 10% et celui du yen 40% - après l'affaiblissement récent du yen.

Ces chiffres montrent l'importance beaucoup plus grande du dollar - et des monnaies qui lui sont liées - pour le Japon que pour l'Allemagne.

L'examen des taux de change bilatéraux (graphique en bas à droite) montre une appréciation - légère - du dollar par rapport au yen jusqu'en février 1985, puis un glissement lent jusqu'en septembre 1985 et, après la réunion du Plaza, un recul sensiblement plus prononcé. A partir du milieu de 1986, le dollar a recommencé de monter.

Par rapport au deutsche mark, en revanche, le dollar s'est fortement raffermi jusqu'en février 1985 et a enregistré depuis lors une baisse tout aussi prononcée.

Ces évolutions se traduisent au total par un mouvement en dents de scie du cours de change DM/yen: baisse sensible du DM jusqu'en février 1985, suivie d'une hausse jusqu'à l'accord du Plaza, puis nouvel affaiblissement jusqu'au milieu de 1986 et finalement nouvelle remontée.

En conséquence, le deutsche mark est maintenant encore plus faible par rapport au yen qu'avant l'accord du Plaza et sensiblement plus qu'à tout moment avant fin 1984.

Plusieurs facteurs ont influencé l'évolution récente des cours de change entre le yen et le DM.

L'évolution de la balance des paiements courants devrait tendre à renforcer le yen par rapport au DM. L'Allemagne et le Japon enregistrent tous deux d'importants excédents mais le surplus japonais est le plus élevé et continue de s'accroître très rapidement, principalement en raison de la réévaluation. Malgré un léger ajustement du solde commercial en volume (faible baisse des exportations et accroissement des importations non pétrolières) les mouvements des prix ont été tellement amples que l'excédent s'est considérablement accru. En fait, les termes de l'échange du Japon sont passés d'un niveau légèrement supérieur à 100 à environ 150 en à peine plus d'un an.

Si le yen s'est néanmoins inscrit en baisse récemment, cela est nécessairement dû au fait que les mouvements de capitaux ont plus que compensé l'effet de l'excédent des paiements courants.

Cela s'explique par plusieurs raisons. La première est que les taux d'intérêt du yen ont fléchi récemment, tandis que les taux d'intérêt allemands ont été orientés à la hausse, d'où un élargissement de l'écart de taux d'intérêt en faveur de l'Allemagne (voir graphiques).

Par ailleurs, les interventions ont été utilisées plus spécialement pour agir sur le taux de change yen/dollar. Dans la série No 2, le graphique en bas, à gauche, montre les interventions qui ont soutenu le yen et affaibli le dollar après l'accord du Plaza, ainsi que les interventions qui, d'avril à août 1986, ont contribué à freiner la hausse du yen.

Les interventions en DM ont été moins directement utilisées pour influencer le cours de change dollar/DM, du fait surtout qu'elles ont été effectuées pour l'essentiel par d'autres banques centrales.

Ce qui revêt plus d'importance que les interventions effectives, c'est la déclaration récente Etats-Unis/Japon: le marché est, en effet, désormais persuadé que les autorités japonaises et américaines interviendraient toutes deux pour s'opposer à une nouvelle modification du cours de change du yen. Il convient cependant de ne pas surestimer la portée de cet accord. Il n'a été rendu public que le 31 octobre, au terme d'une période de trois mois de stabilité du yen par rapport au dollar, en fait quelques jours après que la monnaie japonaise s'est affaiblie, pour tomber au niveau actuel à l'égard du dollar.

Les mouvements de capitaux ont certainement aussi été influencés par d'autres facteurs tels que l'appréciation générale de la situation économique dans les deux pays. A cet égard, la situation de l'Allemagne est perçue comme sensiblement meilleure que celle du Japon, lequel doit faire face à d'importants problèmes d'ajustement.

Enfin, les investisseurs japonais ont fait preuve d'un intérêt considérable pour les placements à l'étranger, principalement aux Etats-Unis. Ce mouvement a été encouragé par la libéralisation des réglementations japonaises, à des moments opportuns, ainsi, sans doute, que par les conseils avisés prodigués aux investisseurs. Parallèlement, les investisseurs étrangers ont liquidé durant ces derniers mois une partie de leurs placements au Japon, en particulier les placements en actions.

En conclusion, la faiblesse récente du yen n'est qu'un renversement partiel de la tendance générale à la hausse du yen.

Cette faiblesse s'explique en particulier par:

- les taux d'intérêt plus bas du yen,
- le sentiment des opérateurs du marché que les Etats-Unis et le Japon s'efforceront de s'opposer à un raffermissement du yen, les problèmes économiques relativement importants du Japon, et
- la préférence accordée par les investisseurs japonais aux placements à l'étranger.

Ce problème présente beaucoup d'autres aspects qui mériteraient d'être abordés.

En voici quelques exemples:

Dans ma note, je me suis concentré sur le deutsche mark comme représentant des monnaies de la CEE, mais il faudrait aussi examiner les relations entre le yen et les autres monnaies communautaires.

Quelles sont les conséquences de l'évolution du taux de change du yen pour la situation des paiements courants entre le Japon et les divers pays d'Europe; conséquences pour les taux de change si les investisseurs japonais commençaient à manifester un grand intérêt pour, par exemple, les titres allemands au détriment des titres américains.

Si le Comité le souhaite, ces investigations pourraient être poursuivies avec les experts et l'on peut se demander, d'une part, quel est le cadre le plus approprié, soit celui de la CEE, soit celui du "Groupe concertation" dans lequel six pays s'ajoutent à ceux de la Communauté; d'autre part, si les Gouverneurs désirent donner quelques orientations pour cette étude.

B. Discussion du Comité

Le Président remercie M. Dalgaard pour avoir répondu si rapidement à la demande des Gouverneurs et pour avoir donné sur le yen une idée d'ensemble extrêmement utile.

M. Duisenberg remercie également M. Dalgaard pour l'analyse très pénétrante qu'il a présentée. Il ne s'estime pas en mesure de donner, dès à présent, des orientations précises pour la suite de l'étude et pense que les Suppléants pourraient peut-être y réfléchir d'abord. En revanche, il considère que les réflexions devraient être poursuivies dans le cadre du groupe d'experts de la CEE plutôt que dans le "Groupe concertation", où le

Japon et les Etats-Unis notamment sont représentés. En effet, les Gouverneurs sont essentiellement intéressés par les effets de l'évolution du yen sur les monnaies de la CEE et sur l'Ecu.

M. Camdessus est d'avis également que les experts travaillent au sein de la Communauté; il ajoute que les premières remarques de M. Dalgaard suscitent une attente de réflexions complémentaires.

M. Hoffmeyer appuie entièrement l'idée de faire le travail à douze et n'estime pas indispensable d'avoir au préalable une discussion des Suppléants; les experts pourraient engager leurs réflexions en distinguant peut-être le long terme et le court terme dans l'évolution de la relation de change entre le yen et les monnaies européennes.

M. Russo fait observer que lorsqu'on regarde les cours de change effectifs du deutsche mark et du yen, on est frappé du fait de l'existence du SME. En effet, le dollar a beaucoup moins de poids dans le cas de l'Allemagne que dans celui du Japon. Il faut donc examiner, surtout pour l'avenir, les relations nominales bilatérales entre le yen et les monnaies européennes plutôt que l'évolution des cours effectifs.

M. Schlesinger se déclare également en faveur de poursuivre l'examen des relations de change avec le yen et de le faire dans le cadre de la CEE. Il ajoute deux observations concernant l'exposé de M. Dalgaard qui représente déjà un très utile inventaire des points principaux. Tout d'abord, dans le tableau 1, l'année 1970 a été prise comme point de départ mais, en fait, le vrai problème ne s'est manifesté qu'en 1973 après la fin du Système de Bretton Woods. D'autre part, les statistiques indiquent une perte de compétitivité à long terme du Japon par rapport à l'Allemagne, et sans doute d'autres pays, mais dans la réalité on peut constater que depuis des années la part des produits japonais ne cesse d'augmenter en Allemagne, par exemple pour les voitures automobiles, elle est passée de 10 à 15% du marché national en quelques années.

M. Schlesinger se réfère à une remarque de M. Dalgaard sur les taux d'intérêt allemands qui, contrairement aux taux japonais, se seraient relevés au cours des derniers mois. En fait, cette évolution ne concerne pas les taux à long terme et, pour les taux à court terme, taux de l'argent à 3 mois, il s'agit d'un phénomène saisonnier en vue de la fin d'année, qui devrait se résorber au début de 1987.

M. Dalgaard indique que, suite au souhait exprimé par les Gouverneurs, il poursuivra la réflexion sur le yen au sein du groupe d'experts de la CEE,

en mettant à profit une séance mensuelle de Bâle ou une réunion du groupe.

Le Président constate que le Comité adopte le "rapport concertation" qui sera transmis selon la procédure habituelle aux Ministres des Finances des pays de la CEE.

III. Examen des politiques monétaires en vigueur dans les pays de la CEE et de certaines questions connexes, sur la base:

- du Rapport No 29 du groupe d'experts présidé par M. Raymond;
- de la Série mensuelle de statistiques

A. Exposé de M. Raymond

Le Rapport No 29 du groupe d'experts complète l'examen semestriel de la conjoncture par des réflexions sur deux sujets qui avaient retenu l'attention des Gouverneurs: l'évolution du taux de liquidité de nos économies dans une perspective à long terme et la convergence au sein de la Communauté.

1. Examen conjoncturel

Il y a peu à dire de l'économie proprement dite; en revanche, les changes et l'état des politiques monétaires posent quelques points d'interrogation.

a) Situation économique

La situation économique a dans l'ensemble continué de s'améliorer au sein de la Communauté:

- l'inflation est en moyenne au niveau le plus bas depuis le premier choc pétrolier,
- la croissance, soutenue par une demande intérieure plus ferme, progresse modérément,
- le pouvoir d'achat des ménages s'est d'ailleurs redressé sous l'effet de la désinflation,
- les marges des entreprises tendent à s'améliorer.

Ces acquis sont cependant fragiles et incomplets. Le chômage, s'il se détend légèrement, reste un sujet de préoccupation majeur. Les résultats relatifs au solde extérieur, aux salaires et au budget sont inégaux d'un pays à l'autre.

b) Changes

Au total, cependant, la convergence est devenue plus satisfaisante. Aussi est-il quelque peu paradoxal que les tensions se soient révélées si vives, notamment depuis avril, au sein du mécanisme de change européen. Cela en dépit de trois réalignements en treize mois (peut-être à cause d'eux) dans la mesure où des réalignements plus fréquents peuvent inspirer des attitudes spéculatives aux opérateurs. Peut-être ceux-ci considèrent-ils que la coordination est moins bonne qu'on ne le dit officiellement. En fait, les mouvements de capitaux liés au comportement des monnaies extérieures au système de change fixe ont joué un rôle déterminant. Pour procéder à leurs arbitrages, les marchés mesurent le risque attaché à chacune des monnaies du système de change fixe avec d'autant plus de méfiance que ces monnaies sont passées au-dessus de leur parité de pouvoir d'achat vis-à-vis du dollar. On ne peut exclure une aggravation de ces tensions, spécialement si le dollar continue à fléchir.

c) Politiques monétaires

Presque partout, les agrégats monétaires progressent plus vite que prévu ou que souhaité. Cela crée une situation qui doit être suivie avec un soin extrême mais qui ne paraît pas rendre une correction urgente. La chute des taux d'intérêt nominaux a, d'une part, réduit le coût relatif de la détention de liquidités et, d'autre part, mis fin à l'espoir de réaliser de nouvelles plus-values sur les titres à long terme, voire inspiré la crainte de subir des pertes sur ces titres à long terme à cause d'une remontée des taux d'intérêt. Ces facteurs, joints aux effets de l'innovation financière, ont accru la préférence pour la liquidité. Jusqu'à présent, on y a vu des aménagements de portefeuille plutôt qu'une menace de reprise de l'inflation. Aussi n'a-t-on pas relevé les taux d'intérêt, qui sont jugés élevés par les experts si on les compare à l'indice des prix de détail, un peu moins élevés si on les rapporte à l'inflation de base, et pas élevés au point de paralyser l'investissement.

2. Evolution à long terme des taux de liquidité

Le groupe a examiné l'évolution des taux de liquidité sur une longue période, alors que, dans chaque rapport, il se réfère aux derniers mois écoulés.

Le groupe a souligné l'irrégularité de l'évolution des taux de liquidité à travers le temps et l'espace. Ceux qui reposent sur des agrégats monétaires étroits tendent en général à fléchir, mais il n'en va pas de même pour les taux de liquidité calculés à partir d'agrégats larges incluant des titres négociables à court terme qui ont eu la faveur des épargnants. Les comparaisons entre pays sont rendues difficiles par les différences de contenu, de définition des agrégats, de sorte que les incidences ne sont pas les mêmes, aussi bien des évolutions conjoncturelles que des changements institutionnels qui modifient les fonctions de demande de monnaie sous l'effet de l'innovation financière et de la déréglementation.

La difficulté, pour les autorités monétaires, est double. Il leur faut, en premier lieu, repérer, à court terme, les augmentations du taux de liquidité qui ne s'expliquent pas par un changement structurel et, sur le moment, c'est parfois difficile. Il leur faut, en second lieu, dans le cadre annuel, tenir compte de ces changements structurels à venir pour fixer leurs objectifs quantitatifs (si elles en ont) ou pour effectuer des projections officielles.

Le groupe a estimé que seuls quelques pays ont rencontré jusqu'à présent des difficultés vraiment très sérieuses.

3. Convergence économique

a) Concept

Le terme général peut s'appliquer à différents objets et à différentes périodes.

Quant à son objet, la convergence peut s'appliquer à:

- des données institutionnelles, parmi lesquelles certaines ont eu une incidence directe sur l'économie (comme le droit des affaires, la fiscalité, la législation des salaires),
- des structures économiques, qui ne peuvent se rapprocher, entre pays membres, qu'à petits pas (comme le niveau de vie, le stock des équipements),
- des variations conjoncturelles.

Quant au temps considéré, on doit admettre qu'un degré élevé de convergence dans de nombreux domaines est un préalable à l'intégration définitive de nos économies. C'est là l'objectif à long terme d'une adhésion

à la Communauté. Nous n'en sommes pas encore tout à fait à ce point. A plus court terme, il s'agit au moins de faire de la Communauté une aire de stabilité dans un monde agité; cela implique un effort d'alignement des variables conjoncturelles nominales. De ce point de vue, le mécanisme de change à marges étroites comporte des règles de fonctionnement qui tendent à exercer un effet vertueux.

b) Recommandations.

Le groupe a estimé d'abord qu'on ne peut pas tout faire converger à la fois, par exemple si les taux d'inflation sont très différents, on ne peut pas faire converger en même temps les taux d'inflation et les taux de croissance. En vue d'assurer la stabilité à court et à moyen terme au sein de la Communauté, le groupe a sélectionné en premier lieu comme indicateur de la convergence, les prix, ou plutôt l'inflation de base, en deuxième lieu, les agrégats monétaires qui sont liés aux prix par des relations complexes mais sur lesquels la banque centrale peut agir directement, en troisième lieu, seulement les paiements courants et le solde budgétaire, qui sont plus délicats à interpréter et qui n'ont pas à converger en toutes circonstances.

Aucun de ces indicateurs ne peut être pris tel quel pour sa valeur statistique; ils doivent toujours être jugés par référence au contexte.

Certains éléments du policy-mix étant soumis à des aléas politiques, il est d'autant plus nécessaire de faire converger les mesures monétaires. Cela implique une concertation qui oriente de façon pragmatique les décisions individuelles des pays membres.

Enfin, la convergence n'est pas tout. En matière de prix, l'ambition n'est pas seulement de converger, elle est en principe de converger vers la stabilité, c'est-à-dire vers zéro. Il faut noter aussi que le concours des politiques non monétaires et spécialement des ajustements structurels est nécessaire, et le sera sans doute de plus en plus, pour l'avenir de la Communauté.

B. Exposé de M. Loehnis

Les Suppléants ont félicité M. Raymond pour un nouveau excellent rapport et ont centré leur discussion sur trois principaux sujets, à savoir: l'inflation, l'instabilité dans le SME et les taux d'intérêt réels.

Malgré des taux d'inflation historiquement bas dans les Etats membres, les Suppléants sont préoccupés par le fait que l'expansion des agrégats monétaires et le taux d'accroissement des salaires réels sont plus rapides que prévu dans certains pays. En ce qui concerne les agrégats monétaires, il existe des problèmes d'interprétation de l'évolution, mais les épargnes qui sont actuellement détenues sous forme liquide, en raison des nouveaux instruments et des taux d'intérêt relativement élevés, pourraient facilement être utilisées si les circonstances venaient à changer. Il a été également reconnu qu'en 1986 l'impact inflationniste des augmentations de rémunération réelle a été compensé par la chute des prix du pétrole et l'amélioration des termes de l'échange mais qu'il est improbable que cela se reproduise en 1987.

Les Suppléants sont également préoccupés par l'instabilité continue qui est observée dans le mécanisme de change du SME depuis le réalignement général d'avril 1986. Il a été reconnu que des facteurs externes ont beaucoup joué à cet égard et une certaine déception a été exprimée à propos d'un affaiblissement progressif de la coopération internationale depuis l'accord du Plaza. En outre, les divergences en matière de performance budgétaire sont restées importantes. Certains Suppléants estiment que la politique monétaire au sein du SME peut aussi avoir contribué à cette instabilité; ils ont suggéré que les taux d'intérêt s'étaient repliés trop rapidement dans certains pays et peut-être pas assez vite dans d'autres, ce qui a conduit à des écarts de taux d'intérêt inappropriés. Selon certains, la politique monétaire au sein du SME pourrait donc être critiquée pour trop s'appuyer sur les interventions sur le marché des changes et pour ne pas suffisamment prendre en considération les conditions monétaires internes. Il a été aussi noté que le rétrécissement de l'écart entre les taux d'intérêt s'est produit non seulement au sein de la Communauté, mais également au plan international vis-à-vis du dollar et du yen. Il a été mentionné que l'effet déstabilisateur des mouvements de capitaux devient un problème majeur, en particulier dans le contexte d'une libération croissante de ces mouvements.

La conclusion selon laquelle les taux d'intérêt corrigés de l'inflation n'étaient plus considérés comme un obstacle à l'investissement dans la plupart des pays a suscité quelques différences d'opinions parmi les Suppléants. Il est généralement reconnu que lorsque l'on corrige les taux d'intérêt de l'inflation, il faudrait accorder plus d'importance aux

anticipations sur l'inflation future qu'aux taux d'inflation observés dans le passé récent. Il a été souligné que l'investissement reflète non seulement le taux d'intérêt réel ex ante mais dépend aussi d'autres facteurs qui affectent le rendement réel du capital. Un Suppléant considère que dans son pays le taux d'intérêt est encore un obstacle à l'investissement.

En ce qui concerne le dernier chapitre du rapport sur la convergence, les Suppléants admettent l'idée que la convergence nominale est ce qui est important pour le SME et que la convergence des résultats réels n'est pas nécessairement souhaitable. Toutefois, il ne faut pas oublier que la souveraineté monétaire sera difficilement abandonnée s'il n'y a pas davantage de convergence dans le domaine réel. Il a été suggéré que dans les pays où l'inflation a été maîtrisée avec le plus de succès, la marge de manoeuvre devrait être utilisée et la politique monétaire devrait, autant que faire se peut, encourager la croissance économique, ce qui aurait un effet bénéfique sur les économies des autres pays membres.

C. Discussion du Comité

M. Camdessus se demande si la convergence n'a pas suscité trop d'illusions. En effet, c'est curieusement au moment où elle est bien meilleure qu'on s'aperçoit qu'elle ne suffit pas, spécialement dans une situation de liberté des mouvements de capitaux bien plus grande qu'auparavant. Il apparaît clairement qu'il ne suffit pas d'avoir une bonne convergence des politiques économiques et même des politiques monétaires pour avoir la tranquillité des mouvements de capitaux et pour consolider à long terme une croissance stable. En second lieu, la coordination des politiques monétaires, qui serait nécessaire pour que la convergence s'améliore encore, exigerait un minimum de consensus sur l'objectif commun, c'est-à-dire en particulier sur le niveau moyen optimal des taux d'intérêt des pays de la CEE. Cette moyenne correspondrait à un objectif commun d'inflation (éventuellement 0% d'inflation) ou à une bonne relation entre l'Ecu et le dollar. Une fois cet objectif fixé, il serait facile pour chacun des pays membres de déterminer l'écart entre ses taux d'intérêt nationaux et la moyenne acceptée au niveau communautaire. Mais les marchés se rendent bien compte que cet accord fondamental n'existe pas: certains pays se préoccupent davantage de la réévaluation des monnaies européennes par rapport au dollar ou au yen; d'autres

considèrent qu'il n'y a pas lieu de s'aligner absolument sur le taux d'inflation négatif obtenu en Allemagne.

M. Camdessus estime donc utile de se pencher sur ces deux thèmes de réflexions supplémentaires. Premièrement est-ce que la convergence suffit lorsque la liberté des mouvements de capitaux est complète? Quel type de message donner aux marchés, comment convaincre ceux-ci? Deuxièmement, comment arriver à un meilleur consensus sur ce que devrait être le niveau moyen des taux d'intérêt dans la Communauté?

M. Schlesinger pense que le rapport des experts a déjà esquissé une réponse à la seconde observation de M. Camdessus. En effet, en matière d'inflation, l'objectif est une progression nulle des prix. Un tel objectif est peut-être plus facile à formuler que d'autres, mais s'il était réalisé, la convergence pourrait mieux se faire dans d'autres domaines. Actuellement, les pays de la Communauté subissent des influences - peut-être à court terme mais essentielles - provenant notamment du déclin du dollar et leurs monnaies ne sont pas touchées de la même manière par cette évolution. La libération croissante des mouvements de capitaux peut avoir des effets sur les cours de change et les taux d'intérêt et sur les relations de ces variables entre les pays; elle peut provoquer aussi des flux de capitaux inattendus mais il s'agit là de conséquences inévitables auxquelles on peut répondre par une certaine souplesse des taux de marché, alors que se fixer sur certains taux risquerait d'exacerber les problèmes plutôt que de les résoudre.

M. Schlesinger signale qu'en Allemagne depuis avril 1986 le taux sur les opérations de prise en pension d'obligations, taux qui est déterminant pour la régulation du marché monétaire, est resté stable à 4,35%; ce niveau a été maintenu pour des raisons externes alors que la situation interne et surtout l'expansion monétaire aurait justifié un autre niveau. La Bundesbank a donc accepté de se dessaisir de ce paramètre d'action.

M. Dini considère que sur le taux de liquidité le rapport des experts est peut-être à la fois trop sévère et trop accommodant. En effet, le rôle des objectifs monétaires dans la lutte contre l'inflation depuis quinze ans et la réalisation des objectifs par certains pays mériteraient plus de considération. D'autre part, il convient de souligner qu'une politique monétaire indépendante n'est pas compatible avec les engagements de change du SME et avec la liberté des mouvements de capitaux. S'agissant de la convergence, il faut voir que les marchés travaillent dans un cadre de concurrence, de progrès technique et de déréglementation croissante; si

la politique monétaire n'intègre pas tous ces éléments, elle restera inefficace et il deviendra beaucoup plus difficile d'atteindre les objectifs de politique monétaire, parmi lesquels le plus important est sans doute la stabilité des prix. Une amélioration de la convergence n'est pas une réponse suffisante à ce problème et, comme le disait M. Camdessus, il manque un objectif commun. Cette lacune dans la construction du SME devient de plus en plus sérieuse. La voie du pragmatisme suggérée par les experts pour la coordination des politiques monétaires est insuffisante pour résoudre les problèmes du moment.

M. Godeaux indique que le rapport des experts mérite des fleurs et mérite aussi qu'on en tire certaines conclusions dans le domaine de l'action à court et à moyen terme. Quatre questions principales se posent. Premièrement, une politique commune à l'égard du dollar, son contenu et ses moyens. Deuxièmement, une politique commune envers le yen avec, également, les objectifs et les moyens. Troisièmement, les conséquences du processus de libération des mouvements de capitaux. Le progrès dans cette voie est un véritable progrès vers la création d'un espace financier et monétaire intégré en Europe, mais il existe de graves questions concernant les conditions qui permettent à ces mouvements de capitaux de n'être pas destabilisateurs et d'avoir, au contraire, une fonction stabilisatrice. Il est clair en tout cas que les progrès dans la voie de la libération de ces mouvements nécessitent un renforcement du SME si l'on veut éviter le dilemme entre libération et stabilité des taux de change. Quatrièmement, la convergence des situations est certainement tout à fait mesurable mais est-elle suffisante? C'est le problème qu'ont posé notamment MM. Camdessus et Dini ainsi que M. Schlesinger dans une autre perspective.

M. Russo indique que la plupart des questions importantes qui viennent d'être évoquées par les Gouverneurs seront traitées dans la préparation pour la Directive de libération complète des mouvements de capitaux. La différence entre la convergence et la coordination a été soulignée, à certains moments les deux sont identiques mais lorsque l'on approche d'une situation où la convergence est pratiquement acquise, par exemple pour l'inflation, la coordination devient plus vague et plus difficile. La libération complète des mouvements de capitaux tendra à accentuer les problèmes à cet égard et certaines formes ou règles de coordination, ainsi que certains objectifs communs, devront être définis tant pour la politique monétaire que pour d'autres politiques.

Le Président pense que, en ce qui concerne le taux de liquidité, l'étude faite dans le Rapport No 29 est très utile et montre en particulier que les expériences sont variées dans les pays de la CEE. L'innovation financière combinée à des taux d'intérêt élevés a entraîné des variations importantes dans les taux de liquidité et dans les agrégats monétaires de définition large. Ce phénomène a été plus marqué au Royaume-Uni que dans les autres pays membres et est similaire aux expériences américaines et canadiennes. Il serait intéressant de voir si l'intégration accrue des économies et des flux de capitaux internationaux aura une influence sur le taux de liquidité et son instabilité. Par ailleurs, une certaine contradiction apparaît actuellement; en effet, plus la politique monétaire est restrictive et les taux d'intérêt sont élevés, plus on contribue à développer les agrégats monétaires larges comme M3. En revanche, si la politique monétaire n'est pas resserrée et si la détermination des autorités est mise en doute par les marchés, la confiance se détériorera et la tentation de liquider ces actifs augmentera, constituant ainsi une menace pour la stabilité. Il faut donc faire de la corde raide entre maintenir les taux d'intérêt à un niveau assez élevé pour inciter à la détention de ces actifs mais pas élevé au point d'affecter d'autres objectifs. Il peut y avoir aussi un conflit entre la réalisation des objectifs monétaires et le maintien de taux de change fixes ou relativement fixes. Ces problèmes sont apparus dans l'expérience du Royaume-Uni.

M. Duisenberg note que devant une expansion monétaire plus forte que prévu ou souhaité, on ne fait rien et on est même complaisant. Ce phénomène est observé aussi aux Etats-Unis et les représentants de la "Fédérale" ont l'impression qu'il relève d'un changement dans la vitesse de circulation de la monnaie, lié à l'innovation financière et donc à des éléments structurels. Si cela est vraiment le cas, une certaine complaisance serait acceptable mais rien n'est sûr et la question est extrêmement délicate; il serait donc utile qu'elle soit étudiée par le groupe d'experts.

M. Raymond indique que les experts pourront essayer d'être un peu plus précis dans un prochain rapport sur les changements qui ont pu se produire dans la fonction de demande de monnaie dans les pays de la CEE.

M. Bockelmann indique que les services de la BRI pourraient fournir en parallèle des éléments sur l'évolution de la fonction de demande de monnaie aux Etats-Unis.

Le Président conclut la discussion:

- en indiquant qu'une réflexion supplémentaire sur les changements dans la fonction de demande de monnaie serait effectivement utile,

- en rappelant que le mandat de M. Raymond comme Président du groupe d'experts vient à terme fin décembre 1986 et qu'il propose de le renouveler pour une période de trois ans.

Le Comité marque son accord sur le maintien de M. Raymond à la Présidence du groupe d'experts pour les trois années à venir.

IV. Prorogation du mécanisme de swaps renouvelables du SME

Le Président rappelle que les Gouverneurs ont reçu une note du Secrétariat dans laquelle il est proposé de proroger le mécanisme de swaps renouvelables du SME dans des conditions similaires à celles retenues lors des prorogations précédentes en 1980, 1982 et 1984; il ajoute que les Suppléants recommandent de continuer la pratique suivie jusqu'ici dans ce domaine.

Le Président constate l'accord des Gouverneurs sur le fond et sur la procédure, à savoir:

1. L'inscription au procès-verbal de la présente séance du texte suivant: "En vue d'assurer la continuation du mécanisme de crédits croisés renouvelables du SME au-delà du 13 mars 1987, échéance stipulée dans la décision des Gouverneurs du 11 décembre 1984 pour ce mécanisme, les Gouverneurs décident, en application de l'article 20.1 de l'Accord du 13 mars 1979, fixant entre les banques centrales de la CEE les modalités de fonctionnement du SME, tel qu'il a été amendé par l'Acte en date du 10 juin 1985:

- que les crédits croisés visés à l'article 17.3 et 18bis.4 du même Accord ne seront pas dénoués au 13 mars 1987;
- que le mécanisme de ces crédits croisés est reconduit pour une nouvelle période de deux ans au terme de laquelle, et sauf décision contraire prise à l'unanimité, ces crédits croisés seront dénoués. Durant cette période, c'est-à-dire jusqu'au 13 mars 1989, ce mécanisme restera soumis aux mêmes dispositions de l'Accord du 13 mars 1979, étant entendu, toutefois, que dans la mesure où le passage à la phase institutionnelle du SME interviendra avant le 13 mars 1989, les Gouverneurs pourront, par une décision prise à l'unanimité, réduire cette période et modifier le mécanisme."

2. L'envoi, par le Président du Comité au Président du Conseil ECOFIN, de la lettre dont le texte est annexé à la note du Secrétariat.

V. Présidence du Comité

Le Président rappelle que cette question est traditionnellement à l'ordre du jour de la séance de décembre. D'ordinaire, le Président

consulte ses collègues et propose un successeur à la Présidence pour l'année à venir. A la suite de cette consultation, les Gouverneurs étaient d'accord pour proposer que M. Camdessus assume cette charge à partir de début janvier mais M. Camdessus n'est pas en mesure d'accepter aujourd'hui. L'incertitude pourrait être levée prochainement et la question pourrait donc être reprise à la séance de janvier. A ce moment-là, soit M. Camdessus sera disponible, soit un autre Gouverneur pourra être proposé à la suite de nouvelles consultations.

Le Président ajoute que, comme il l'a suggéré dans la lettre qu'il a adressée à ses collègues, il est prêt à assumer en janvier une sorte d'interim de présidence.

M. Camdessus remercie le Président de l'extrême délicatesse avec laquelle il a présenté ce problème; il n'imagine pas de plus grand honneur que celui de présider ce Comité mais une sorte de fatalité l'empêche de se prononcer aujourd'hui; il remercie le Président d'avoir accepté pour un mois de plus la charge du Comité.

VI. Autres questions relevant de la compétence du Comité

Le Président évoque quatre questions sous ce point de l'ordre du jour.

1. Lettres du Président du Comité aux Présidents du Conseil et de la Commission des Communautés européennes concernant une proposition de Directive sur les fonds propres des institutions de crédit

Le Président rappelle que des copies de ces deux lettres ont été transmises. La lettre à M. Delors correspondait à une promesse d'informer ce dernier de la discussion des Gouverneurs qui a eu lieu à la séance de novembre. La lettre au Chancelier Lawson était destinée à communiquer directement les vues des Gouverneurs au Président du Conseil ECOFIN dans la perspective d'un débat de ce Conseil sur la Directive concernant les fonds propres des institutions de crédit.

2. Entretien entre le Président du Comité et le Président de l'Association bancaire pour l'Ecu

Le Président indique que M. Rambure, Président de l'Association bancaire pour l'Ecu, lui a rendu visite, début décembre, avec l'idée qu'une

rencontre annuelle puisse avoir lieu entre le Président du Comité et l'Association. En dépit de quelques difficultés inévitables au début, celle-ci est satisfaite de la période d'essai qui a commencé en octobre 1986 et elle envisage d'élargir de sept à une trentaine le cercle des banques de clearing en mars 1987. Le but de l'Association est qu'à cette date chacun des grands pays de la Communauté soit représenté par trois ou quatre banques. La représentation serait étendue ultérieurement à tous les pays de la CEE mais l'admission de nouveaux membres se ferait en prenant en compte des considérations prudentielles. Sur le plan technique, l'Association discute encore certaines questions avec la BRI mais il est clair que celle-ci n'agira jamais comme prêteur en dernier ressort. Le Président de l'Association a fait valoir qu'un accord non écrit devrait être établi avec les différentes banques centrales de la CEE pour qu'elles jouent ce rôle dans leurs monnaies nationales. Il n'a pas été dit si l'Association a l'intention de s'adresser à chacune des banques centrales intéressées, mais cela pose sans doute des questions assez vastes. L'évolution de l'Ecu privé a été également évoquée et M. Rambure a indiqué que l'émission de titres à court terme en Ecus par les gouvernements constituerait un pas important pour cette évolution; il a également offert de fournir les renseignements qui pourraient être nécessaires pour les études du Comité sur l'Ecu privé.

Le Président conclut en proposant que le contact entre le Comité et l'Association bancaire pour l'Ecu soit maintenu à l'avenir sur une base régulière.

M. Loehnis précise que la remarque de M. Rambure sur le concours que les banques centrales devraient apporter aux banques de clearing concernait certainement des problèmes de liquidité - nécessité de réunir le panier de monnaies pour honorer un engagement en Ecus - et pas des problèmes d'insolvabilité.

M. Schlesinger se déclare rassuré par la précision de M. Loehnis; en effet, les problèmes d'insolvabilité doivent être réglés par les banques elles-mêmes.

3. Entretien entre le Président du Comité et le Gouverneur de la Norges Bank

Le Président indique qu'il a eu un entretien le lundi 8 décembre 1986 avec M. Skånland. Un tel entretien a lieu une fois par an depuis 1984 dans le cadre de la coopération monétaire entre le Comité et la Norges Bank;

une petite note sera diffusée ultérieurement résumant les informations fournies par les Norvégiens sur la situation actuelle de leur pays et les mesures prises.

4. Proposition de Règlement du Conseil fixant les modalités de l'exercice des compétences d'exécution conférées à la Commission en date du 3 mars 1986

Le Président indique que ce projet de Règlement touche aux fonctions du Comité consultatif bancaire et que le Conseil ECOFIN souhaite connaître les réactions des Gouverneurs. Ces réactions pourraient aussi être transmises aux Ministres des Affaires étrangères qui sont compétents en la matière et qui doivent aborder ce sujet à leur session des 15 et 16 décembre 1986.

Le Président ajoute qu'à titre provisoire il a déjà fait valoir auprès du Conseil ECOFIN, qui se réunissait le 8 décembre, les hésitations à l'égard d'un changement des statuts du Comité consultatif bancaire, exprimées par les Gouverneurs qu'il a été en mesure de consulter.

M. Loehnis indique que les Suppléants ont eu hier une discussion improvisée sur ce sujet, étant donné que ce n'est que lors du Comité consultatif bancaire, début décembre, que le problème est apparu clairement. Les Suppléants et les Gouverneurs ont toutefois la chance d'avoir parmi eux le Président de ce Comité consultatif, M. O'Grady Walshe, qui pourra éventuellement fournir quelques indications complémentaires. Le Comité consultatif bancaire a été créé en 1977 en vue d'assister la Commission dans la mise en oeuvre de la législation communautaire existante et de la conseiller dans la préparation de nouvelles législations relatives aux banques. Une proposition de Règlement du Conseil traitant de "Comitologie" (nouveau néologisme communautaire) affectera en particulier le rôle futur du Comité consultatif; il semble que celui-ci conserverait ses compétences pour la mise en oeuvre de législations nouvelles, mais sa composition serait différente et son Président serait un représentant de la Commission. Un tel changement entraînerait de sérieuses conséquences. En effet, si l'influence du Comité consultatif dans la mise en oeuvre de législations nouvelles était réduite, il ne serait plus possible d'accepter des Directives concernant le secteur bancaire, formulées en termes généraux. La préparation de telles Directives devrait être faite avec beaucoup de minutie et dans le détail, afin d'être sûr que tous les cas soient prévus et qu'il n'y ait pas

de marge d'appréciation trop large. Il en résulterait des retards importants et, au pire, la réalisation du marché unique dans les délais prévus pourrait être mise en péril. Le Règlement sur la "comitologie" relevant du Conseil des Ministres des Affaires étrangères, il a été estimé utile d'envoyer une lettre, au nom des Gouverneurs, au Président de ce Conseil pour demander de prendre les dispositions nécessaires pour que le Comité consultatif bancaire continue à fonctionner comme jusqu'ici, notamment en ce qui concerne la mise en oeuvre de législations communautaires nouvelles ayant trait aux banques.

M. O'Grady Walshe indique que l'exposé de M. Loehnis est très complet et qu'il n'a rien à ajouter.

M. Russo reconnaît également que l'exposé des faits est complet et précis. Selon la proposition de Règlement soumise au Conseil des Ministres des Affaires étrangères, ce serait toujours le représentant de la Commission qui présiderait les Comités compétents en matière de mise en oeuvre des législations communautaires nouvelles définies dans le Règlement. La Commission et le Parlement européen attachent une grande importance à l'adoption de procédures uniformes pour la mise en oeuvre des législations communautaires nouvelles et, par conséquent, il semble difficile de faire une exception pour le Comité consultatif bancaire qui risquerait de créer un précédent.

M. Russo ajoute qu'il ne manquera pas de transmettre l'avis des Gouverneurs aux autorités compétentes de la Commission.

M. Duisenberg estime que les problèmes soulevés par le contrôle bancaire et le développement rapide des innovations financières constituent un fait nouveau. Si cela avait existé au moment de la rédaction du Traité de Rome, on aurait donné au Comité consultatif bancaire un statut comparable à celui du Comité monétaire. L'évolution et la situation actuelle dans le domaine bancaire sont telles que le Comité consultatif mérite un statut et un rôle particuliers, ou en d'autres termes un régime d'exception par rapport aux propositions faites.

M. Dini se réfère à la déclaration de M. Russo selon laquelle la Commission ne voudrait pas accepter d'exception et souligne qu'en fait l'Acte unique européen prévoit des exceptions dans son article 10 qui complète l'article 45 du Traité de Rome. La réalisation d'un marché unique dans le domaine bancaire ne peut être fondée que sur la confiance réciproque des responsables

du contrôle des banques et ni la Commission, ni un organisme supranational ne devraient prévaloir sur les organes techniques de contrôle bancaire. Il importe donc que le Comité consultatif bancaire soit maintenu dans sa forme présente et la dérogation nécessaire est parfaitement possible.

M. Ó Cofaigh appuie vivement la position exprimée par MM. Duisenberg et Dini, estimant que, dans l'intérêt d'une évolution ordonnée des systèmes bancaires, le Comité consultatif ne doit pas changer de procédure et de cadre institutionnel.

M. Camdessus est également du même avis et considère que, dans l'intérêt même des objectifs de la Commission, qui sont ceux des Gouverneurs, de parvenir le plus vite possible à un marché commun unifié des mouvements de capitaux et à des règles plus homogènes en matière de surveillance bancaire, il est très important que le Comité consultatif conserve ses règles et habitudes propres et qu'on ne lui applique pas trop systématiquement le principe d'uniformité préconisé par la Commission.

Le Président constate que les autres Gouverneurs partagent le même avis que les intervenants précédents et que le Comité est d'accord pour l'envoi d'une lettre de son Président exposant ses vues au Président du Conseil des Ministres des Affaires étrangères.

VII. Date et lieu de la prochaine séance

La prochaine séance du Comité des Gouverneurs aura lieu à Bâle, le mardi 13 janvier 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

NOVEMBRE 1986

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

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

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

- fléchissement du dollar EU, principalement en raison d'incertitudes politiques et de la publication de statistiques faisant douter de la possibilité de maintenir au même rythme la reprise économique aux Etats-Unis;
- stabilité relative du taux de change yen japonais/dollar EU à la suite de l'accord conclu entre MM. Baker et Miyazawa;
- apparition de tensions au sein du SME, du fait que le deutsche mark devenait le principal bénéficiaire des dégagements de la part des détenteurs de dollars.

Un sentiment défavorable au dollar EU est réapparu en novembre. Les données économiques publiées durant le mois ont fait douter de la possibilité de maintenir au même rythme la reprise économique aux Etats-Unis.

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

En outre, des incertitudes sur les conséquences politiques des révélations de ventes d'armes américaines à l'Iran ont affaibli le dollar. Celui-ci s'est déprécié de plus de 4% par rapport aux monnaies d'Europe continentale, reperdant ainsi les gains enregistrés fin octobre. Cependant, il a accusé une baisse plus faible vis-à-vis de la plupart des autres monnaies et s'est montré relativement stable à l'égard du yen, les marchés présumant que des tentatives officielles pourraient être menées, dans le cadre de l'accord Baker-Miyasawa, pour assurer la stabilité de la relation de change entre le dollar et le yen.

En début de mois, le SME a généralement fait preuve de stabilité et les positions relatives des monnaies participantes sont demeurées inchangées. Cependant, vers la fin du mois, la fermeté du deutsche mark, due à la dépréciation du dollar EU, a fait apparaître quelques signes de tension dans le système. Il en est résulté des interventions à la vente effectuées par quelques banques centrales membres, un élargissement (de près d'un demi-point de pourcentage) de l'écart entre la monnaie la plus forte et la plus faible, ainsi qu'une augmentation de l'écart entre les taux d'intérêt sur le deutsche mark et ceux relatifs à d'autres monnaies du SME.

Le deutsche mark a progressé par rapport à toutes les principales monnaies, par suite de sa hausse relativement vive (4,6%) vis-à-vis du dollar EU au cours du mois. Au sein du SME, il a renforcé sa première place dans la bande étroite de fluctuation, malgré des ventes substantielles de deutsche marks à l'intérieur des marges de la part de certaines banques centrales. En ce qui concerne les relations vis-à-vis des monnaies flottant librement, il s'est apprécié particulièrement à l'égard du yen japonais.

Favorablement orienté durant la première décade de novembre, le franc français s'est subi ensuite l'effet de la fermeté générale du mark. Les pressions qui se sont alors exercées sur la monnaie française ont notamment résulté de dégagements des non-résidents et les taux de l'euro-franc, qui s'étaient rapprochés des taux intérieurs, se sont de nouveau quelque peu tendus vers la fin du mois.

Le franc belge a subi quelques pressions qui se sont traduites par des interventions à la vente relativement importantes. Ces pressions n'ont cependant pas affecté les taux d'intérêt sur le marché monétaire belge.

La position du florin néerlandais est demeurée pratiquement inchangée dans la moitié supérieure de la bande du SME. L'absence d'écart dans les taux d'intérêt à long terme vis-à-vis du deutsche mark a modifié les préférences des investisseurs qui ont délaissé les obligations néerlandaises pour les titres allemands. Ces mouvements n'ont cependant pas affecté l'évolution des taux de change en raison d'un nouvel élargissement des écarts des taux à court terme.

La couronne danoise est restée à proximité du plancher de la bande du SME durant la période sous revue.

La livre irlandaise s'est montrée relativement stable en novembre dans la moitié inférieure de la bande du SME. Un raffermissement de la livre sterling en début de mois a donné lieu à une offre de devises de caractère commercial, ce qui a amené la Central Bank of Ireland à effectuer des interventions nettes à l'achat.

La lire italienne a fait preuve de stabilité au sommet de la bande du SME. La Banca d'Italia a procédé à de nombreuses interventions, à l'achat comme à la vente. Du fait de la légère dépréciation de la lire à l'égard du deutsche mark, il en est résulté, en fin de compte, des sorties nettes d'un montant modique.

La livre sterling a commencé par s'apprécier en raison du raffermissement des prix du pétrole, avant de perdre à nouveau du terrain, par rapport surtout aux autres monnaies européennes, du fait du fléchissement de ces prix et de la réapparition de préoccupations relatives aux perspectives économiques au Royaume-Uni. Sur l'ensemble de la période, la livre s'est dépréciée de 0,4% sur la base de son indice pondéré, pour clôturer à 68,1 (1975 = 100).

La peseta espagnole s'est appréciée de 3,8% en novembre par rapport au dollar EU. En termes effectifs, elle s'est affaiblie de 0,4% vis-à-vis des monnaies de la CEE.

La drachme grecque s'est renforcée de 1,4% à l'égard du dollar EU et a fléchi de 2,6% par rapport à l'Ecu et de 2% en termes effectifs.

L'escudo portugais s'est affaibli vis-à-vis des monnaies européennes, mais a gagné 2,7% à l'égard du dollar EU. En termes effectifs, il s'est déprécié de 0,6%.

Sous l'effet d'opérations à caractère spéculatif, le franc suisse a davantage fluctué que les autres monnaies par rapport au dollar EU, ce

qui a entraîné des fluctuations des cours vis-à-vis des monnaies du SME. Sur une base pondérée, le franc suisse s'est apprécié de 1% en novembre.

La couronne suédoise a été soumise à des pressions en novembre et, à plusieurs reprises, la Sveriges Riksbank est intervenue en vendant des dollars EU. L'affaiblissement de la couronne est dû en partie au remboursement d'emprunts extérieurs à court terme en devises par des sociétés suédoises et en partie aux répercussions de la dépréciation de la couronne norvégienne. L'indice est passé de 131,4 à 131,7 au cours du mois.

Le marché de la couronne norvégienne est demeuré instable, compte tenu des incertitudes au sujet du budget de l'Etat et du programme économique pour 1987, ainsi que du déficit élevé de la balance des paiements courants. La couronne s'est située par moments au point d'intervention inférieur de l'indice composite, obligeant la Norges Bank à intervenir massivement à la vente. Elle s'est dépréciée d'environ 2,5% en termes effectifs et de 3,6% et 0,3% respectivement vis-à-vis de l'Ecu et du dollar EU.

Le dollar canadien a évolué à l'intérieur d'une fourchette étroite par rapport au dollar EU et a terminé la période légèrement plus ferme à \$EU 0,7230. Le maintien de l'écart favorable entre les taux d'intérêt pratiqués sur les marchés monétaires canadien et américain et la forte demande étrangère de titres libellés en dollars canadiens ont contribué à soutenir le cours du dollar canadien.

Le yen japonais s'est apprécié de 1,2% par rapport au dollar EU. Il s'est replié dans un premier temps, après la conclusion de l'accord de politique économique entre les Etats-Unis et le Japon, puis s'est redressé vers le milieu du mois, par suite du glissement du dollar EU, et s'est situé momentanément en dessous du niveau de 160 yens pour 1 dollar. Plus tard dans le mois, cependant, la monnaie japonaise s'est affaiblie légèrement en raison de préoccupations des opérateurs au sujet d'interventions éventuelles en soutien du dollar EU et d'intenses achats d'obligations étrangères par les investisseurs japonais. Par rapport aux monnaies européennes, le yen a continué de s'affaiblir au cours du mois et s'est déprécié de 2,8% à l'égard de l'Ecu.

II. INTERVENTIONS

a) Interventions en dollars EU

En novembre, les ventes nettes de dollars EU des banques centrales se sont élevées à \$EU 0,2 milliard, tandis qu'en octobre on avait enregistré des achats nets de \$EU 1,4 milliard. Les achats bruts se sont chiffrés à \$EU 2,1 milliards et les ventes brutes à \$EU 2,3 milliards.

Les principaux acheteurs nets de dollars ont été le Banco de España et la Central Bank of Ireland. Les principaux vendeurs nets ont été la Norges Bank et la Sveriges Riksbank.

b) Interventions en monnaies communautaires

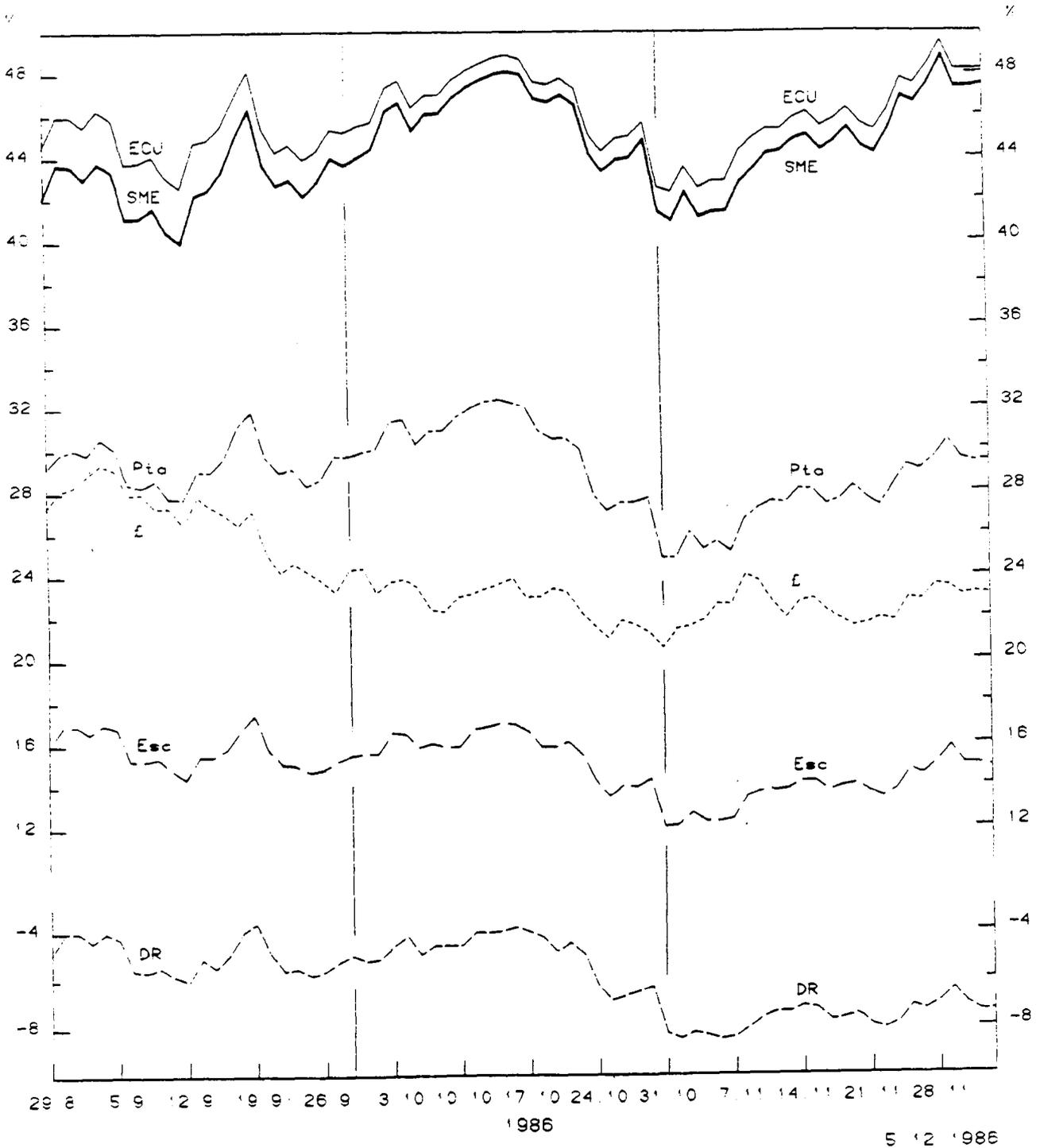
En novembre, les interventions brutes en monnaies communautaires se sont élevées au total à l'équivalent de \$EU 3,0 milliards. Elles ont porté sur des achats de \$EU 0,8 milliard et des ventes de \$EU 2,2 milliards. En octobre, les interventions brutes avaient atteint \$EU 4,9 milliards. Les interventions ont pris essentiellement la forme de ventes nettes de deutsche marks par la Banque de France, la Banque Nationale de Belgique et la Banca d'Italia.

III. PREMIERS JOURS DE DECEMBRE 1986

Durant les premiers jours de décembre, le dollar EU a continué de fluctuer. Après s'être replié à de nouveaux cours minimum, il s'est redressé, en particulier à l'égard des monnaies du SME.

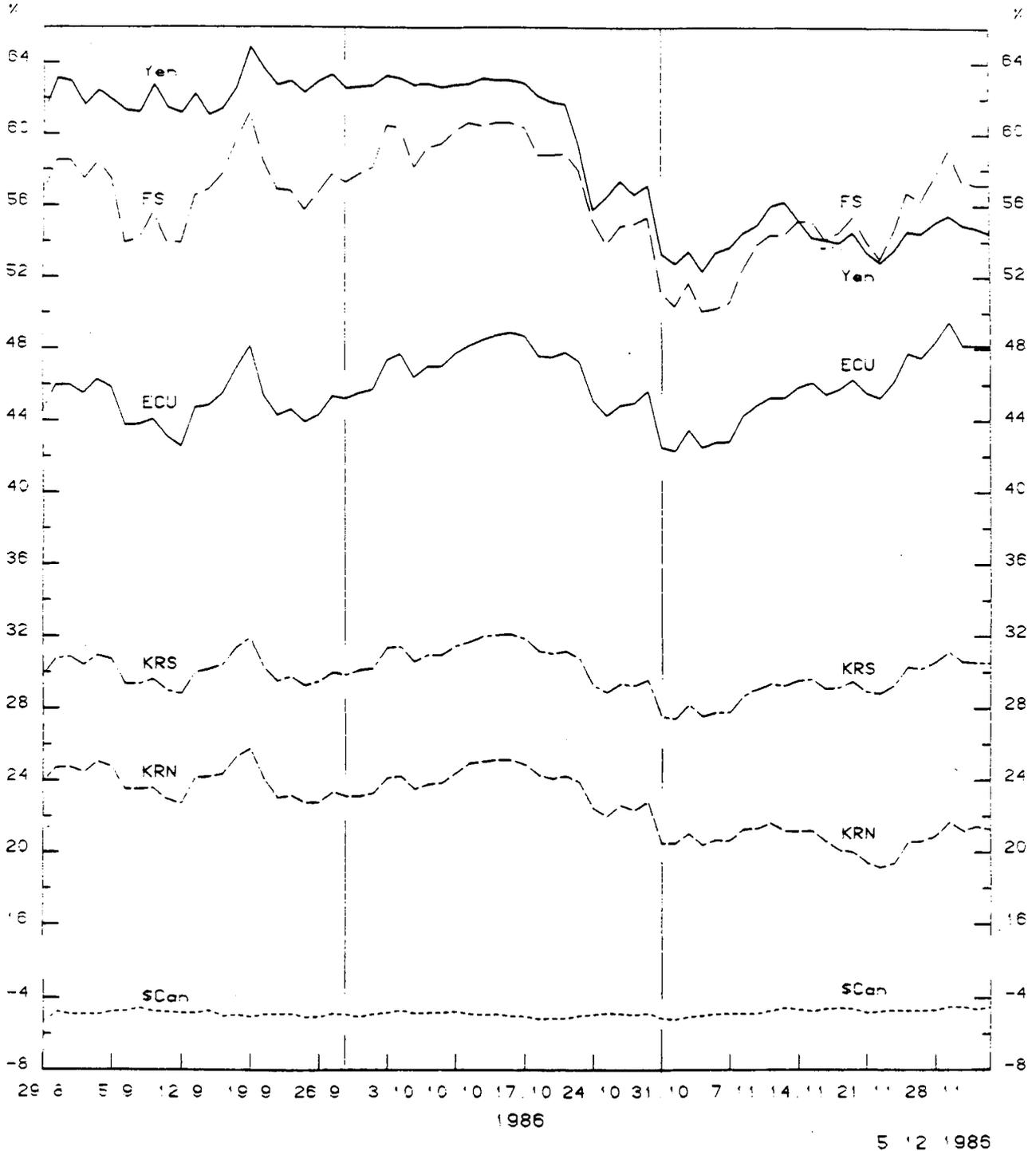
Au sein du système, plusieurs banques centrales ont été amenées à intervenir plus activement que durant la dernière semaine de novembre, en vendant des deutsche marks et des dollars EU.

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 *



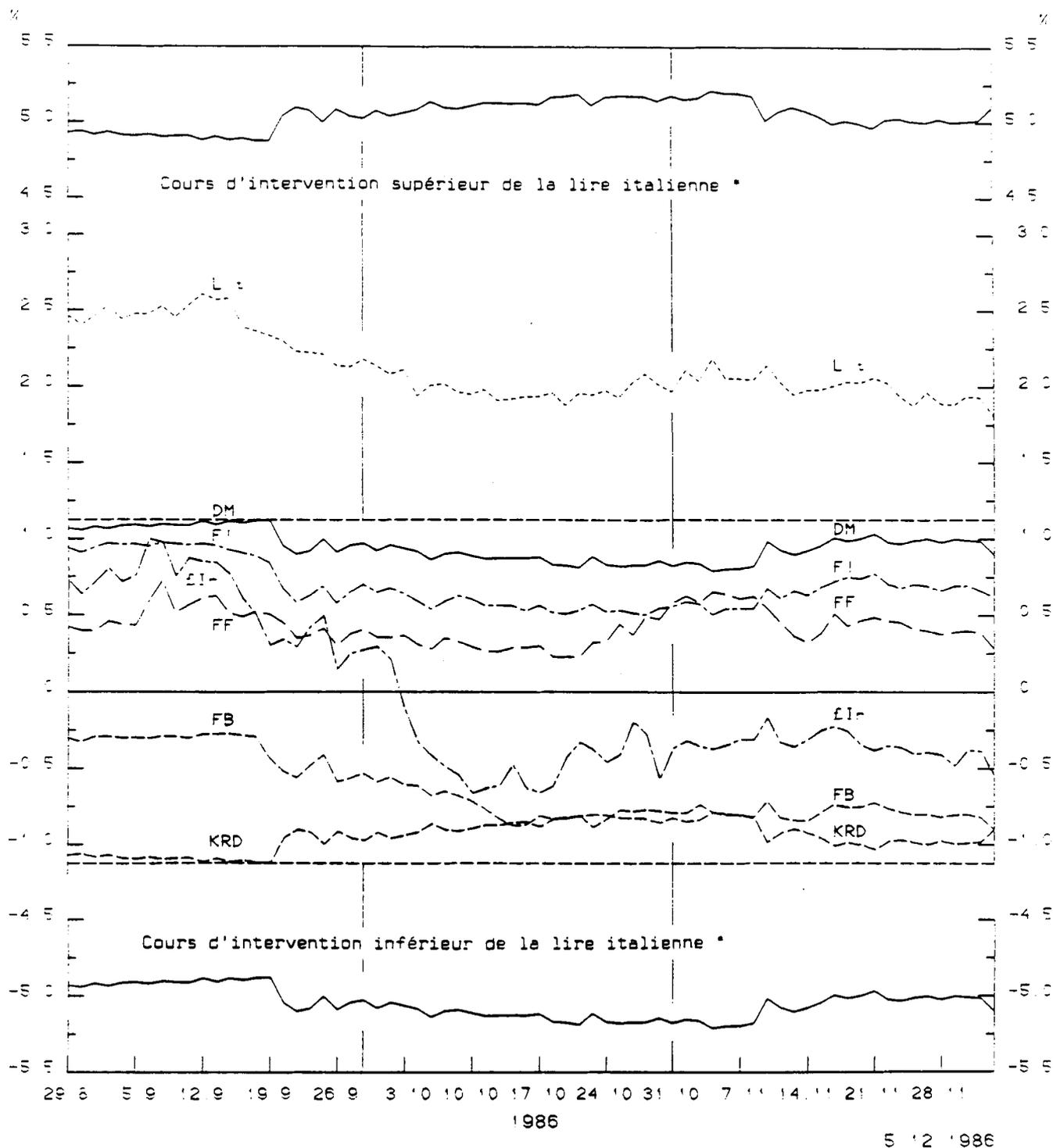
** Voir page suivante.

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 *



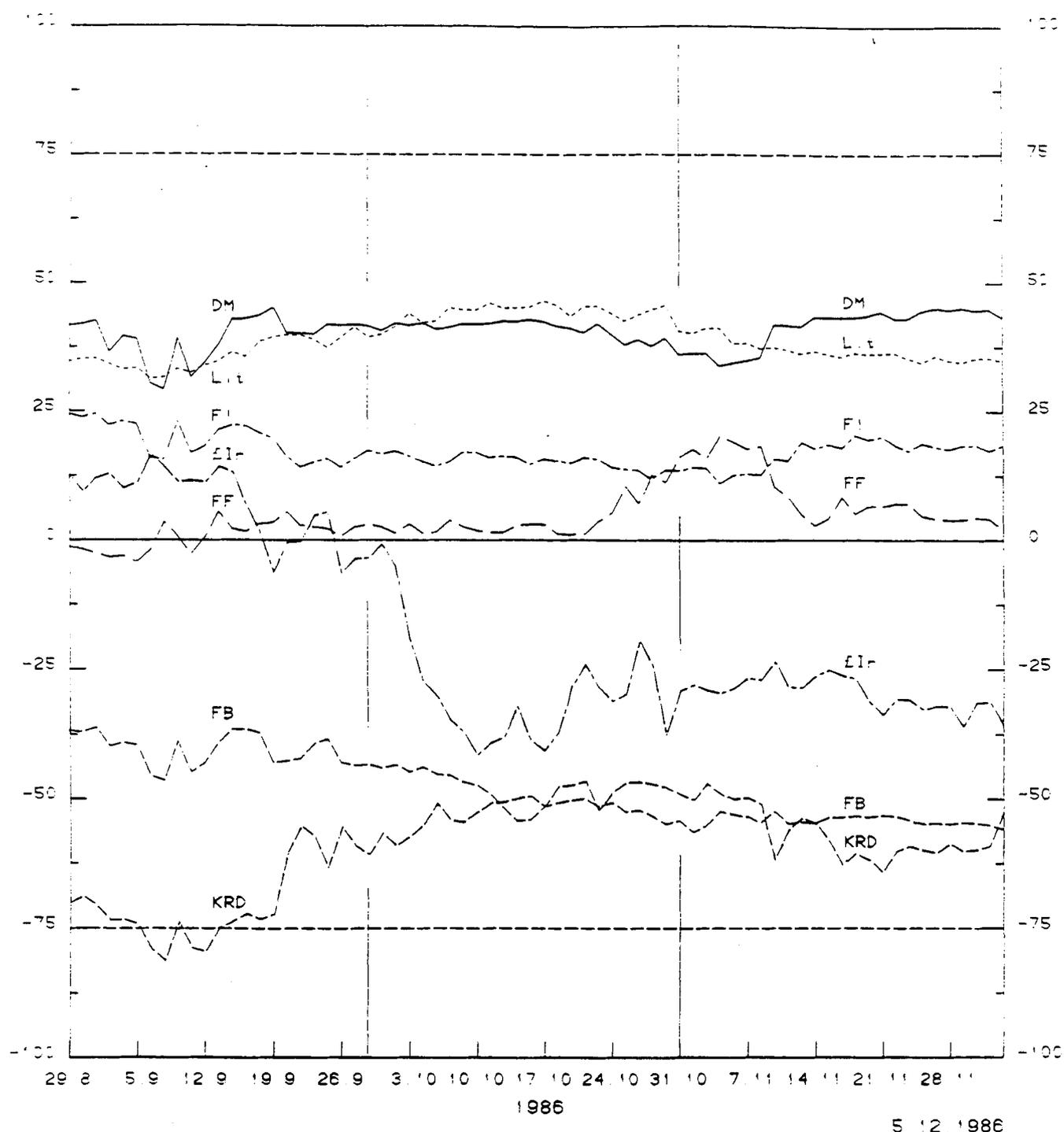
* ECU 0,708946; £ 0,8602; DR 128,4199; PTA 173,2995; ESC 169,7506; \$Can 1,32; FS 2,593; Yen 251,1503; KRS 8,985; KRN 9,0875; cours médian des monnaies participant au SME 0,71678. Le cours médian des monnaies participant au SME représente la moyenne journalière des cours des deux monnaies à marge de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



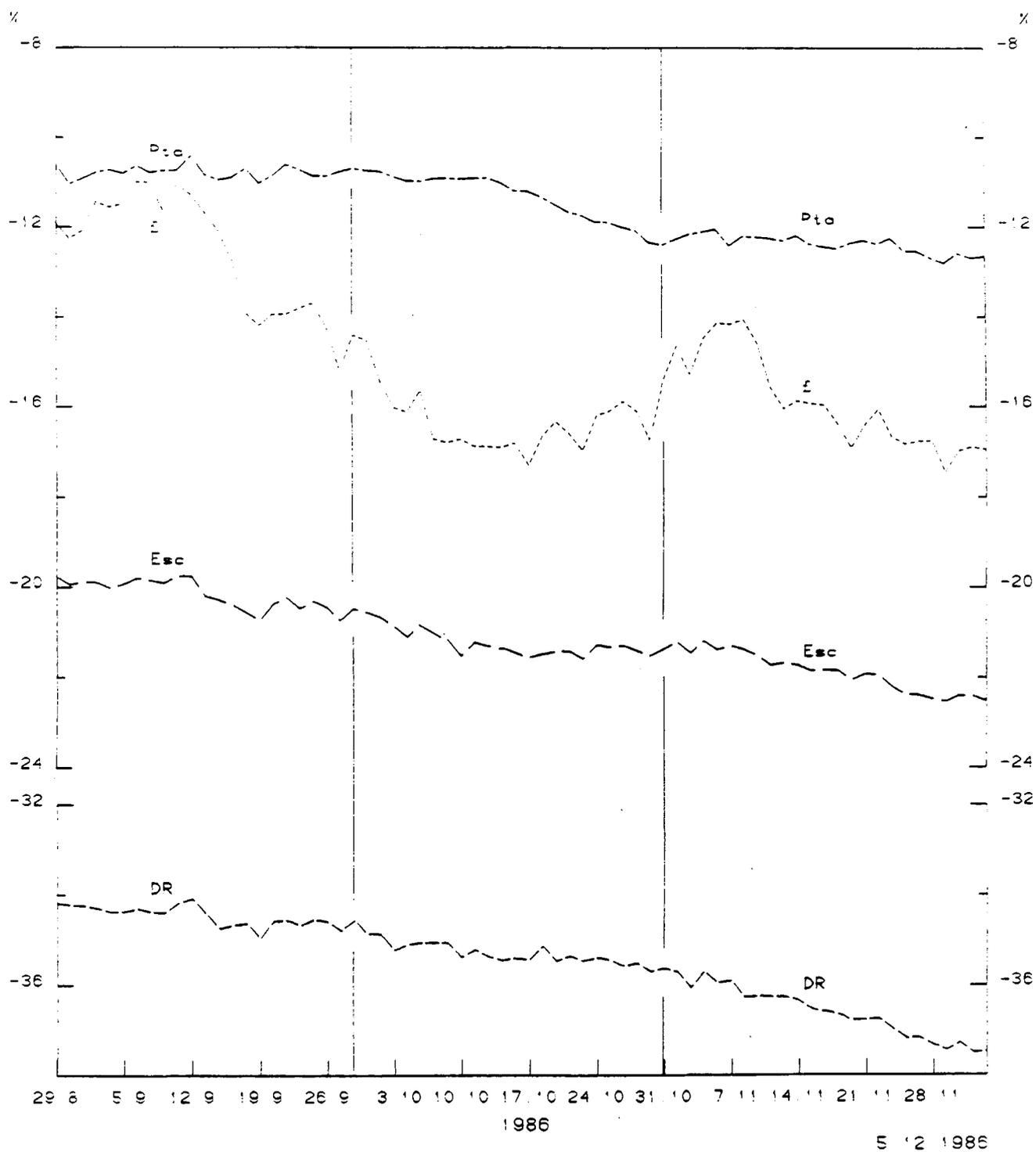
* Les cours d'interventions supérieur et inférieur de la lire italienne représentent l'écart maximal théorique par rapport à la monnaie la plus faible respectivement la plus forte dans la bande de fluctuation étroite de $\pm 2,25\%$.

EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE •



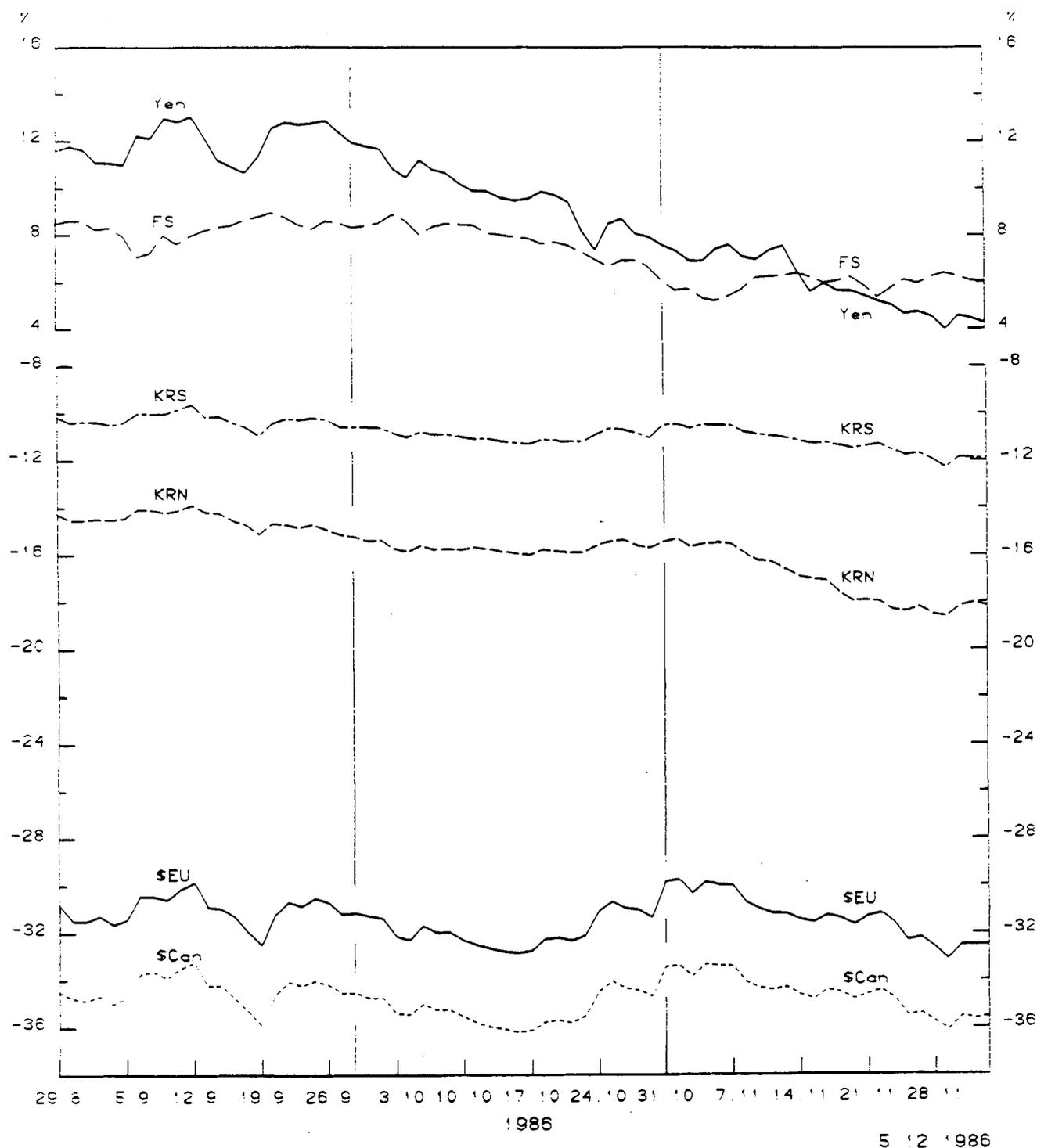
• L'indicateur de divergence a pour but de mesurer, sur une base comparable pour toutes les monnaies participant au mécanisme de change européen, la position d'une monnaie vis-à-vis de son cours-pivot ECU. L'écart maximal de divergence est le pourcentage maximal par lequel le cours de marché de l'ECU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



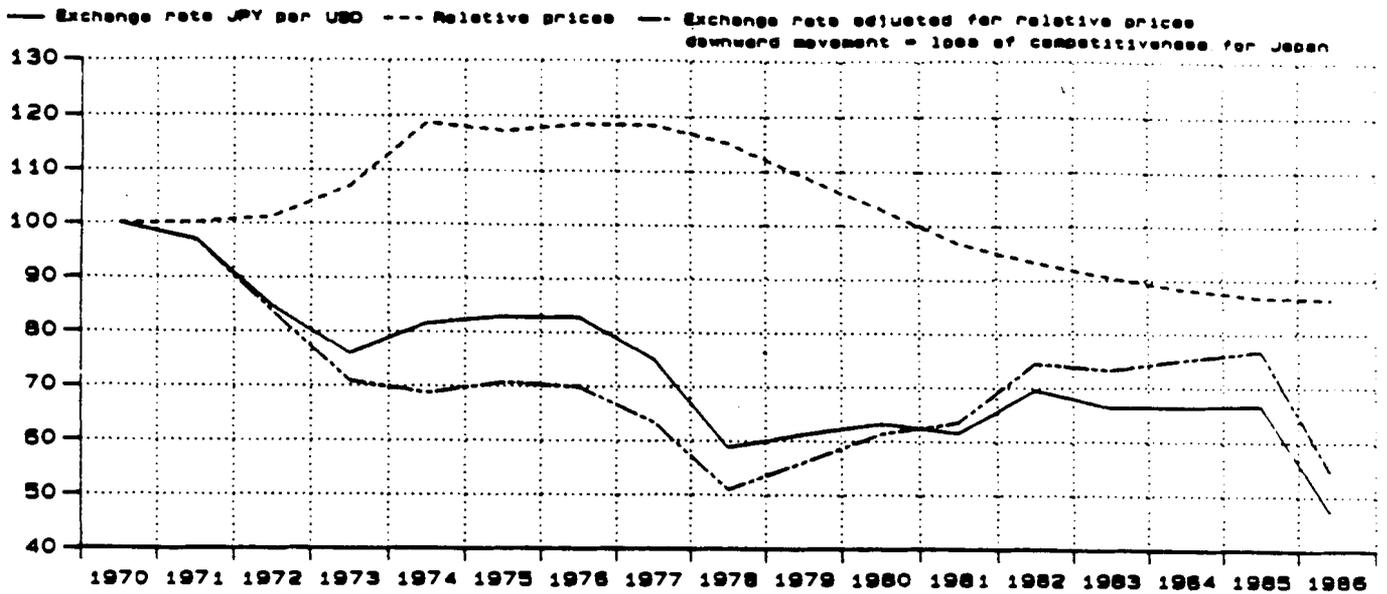
• £ 0,609846; DR 91,0428; PTA 122,86; ESC 120,344.

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

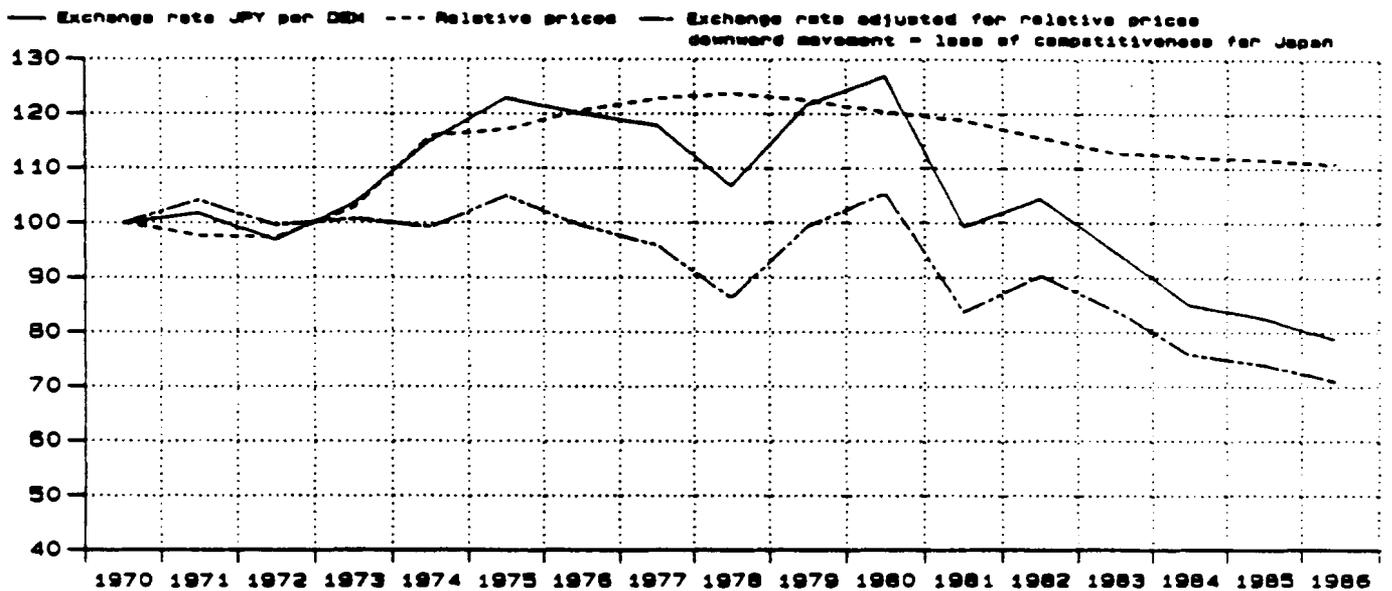


* \$EU 0,708946; \$Can 0,935808; FS 1,8383; Yen 178,052; KRS 6,36988;
KRN 6,44254.

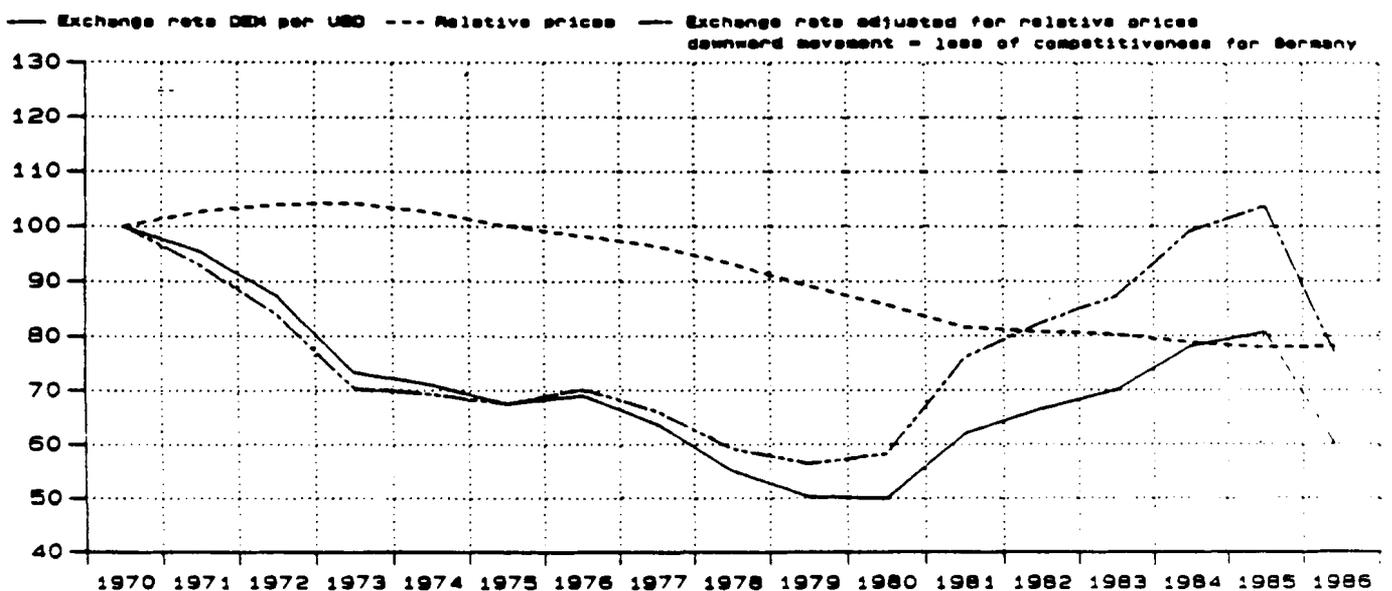
USA-JAPAN



GERMANY-JAPAN

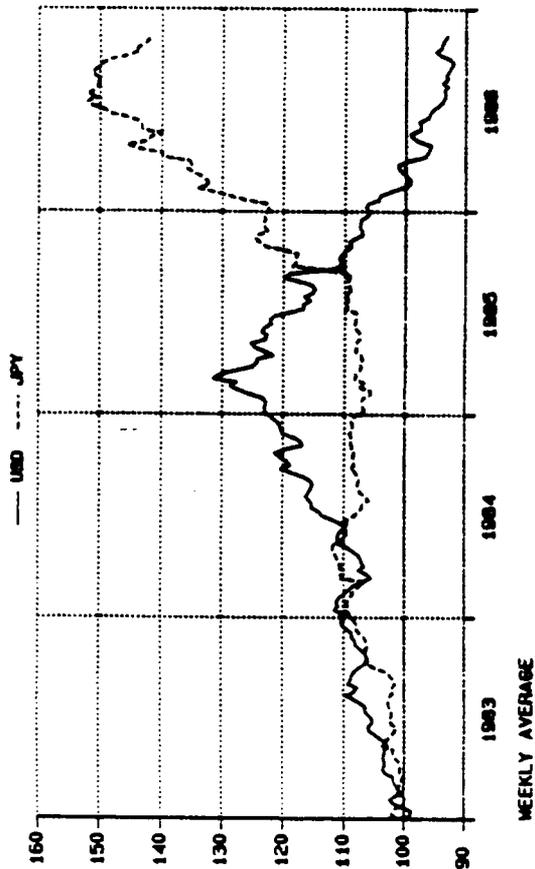


USA-GERMANY

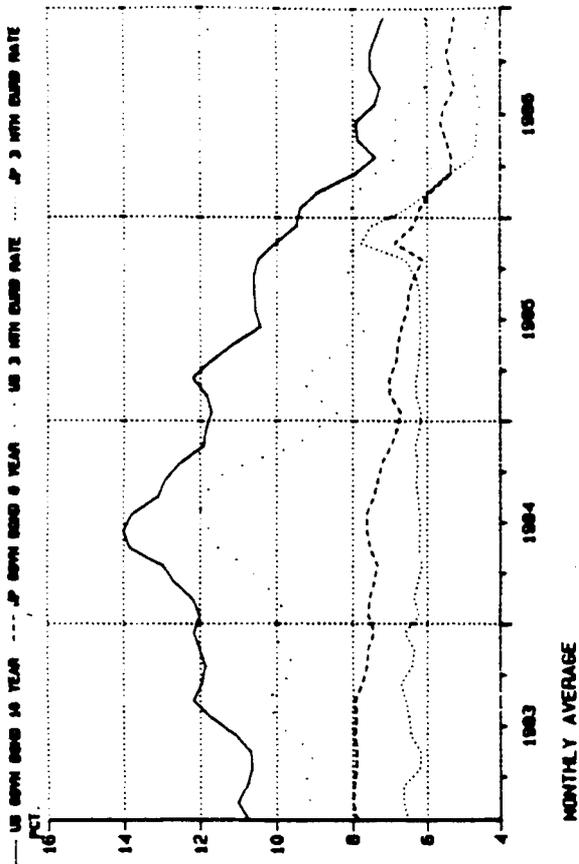


Exchange rates: Annual average (for 1986 11 months)
 Relative prices: Difference between GNP deflators (1980: OECD estimate)
 1970 = 100

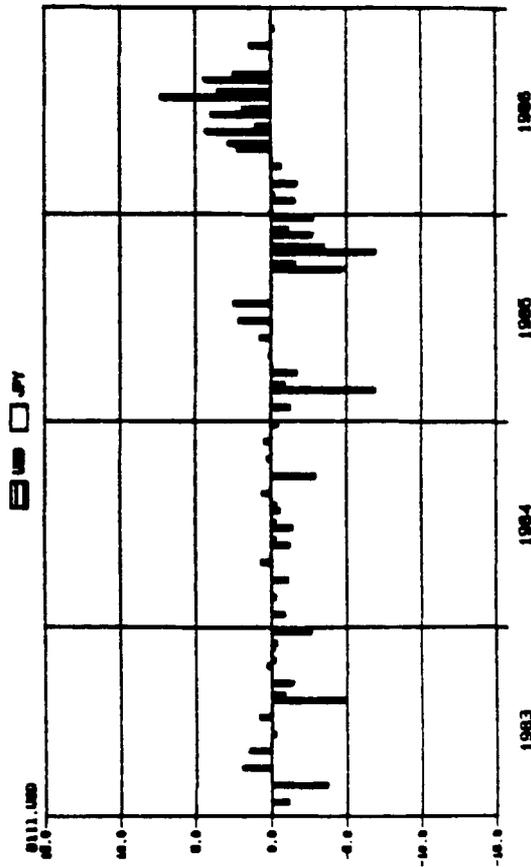
EFFECTIVE EXCHANGE RATE
 (MEPR)



INTEREST RATES

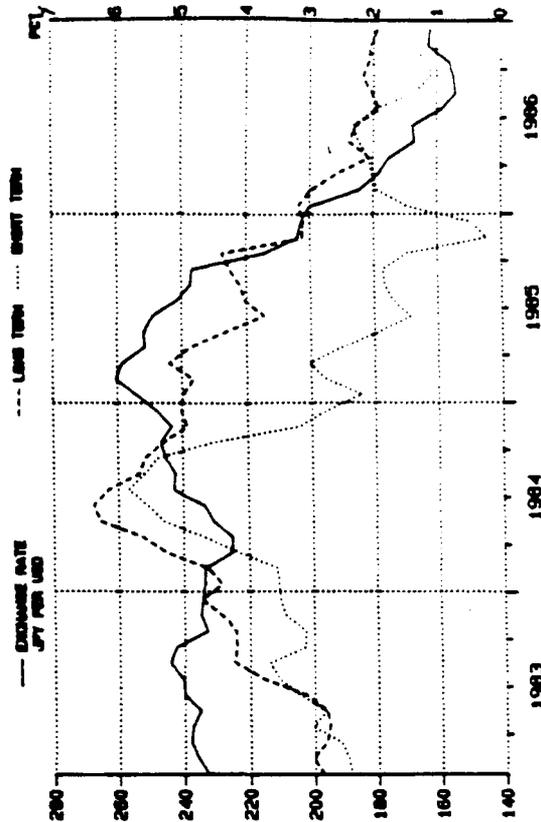


Intervention in
 US-Dollars and Japanese Yen



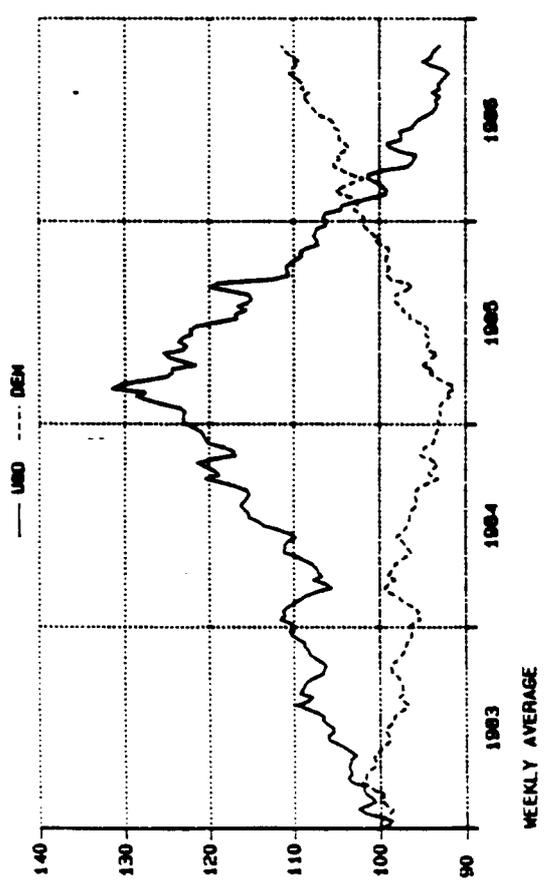
- Purchase of JPY against other currencies and sale of JPY against other currencies and purchase of USD against other currencies.

USD/JPY EXCHANGE RATES AND INTEREST RATES DIFFERENCE

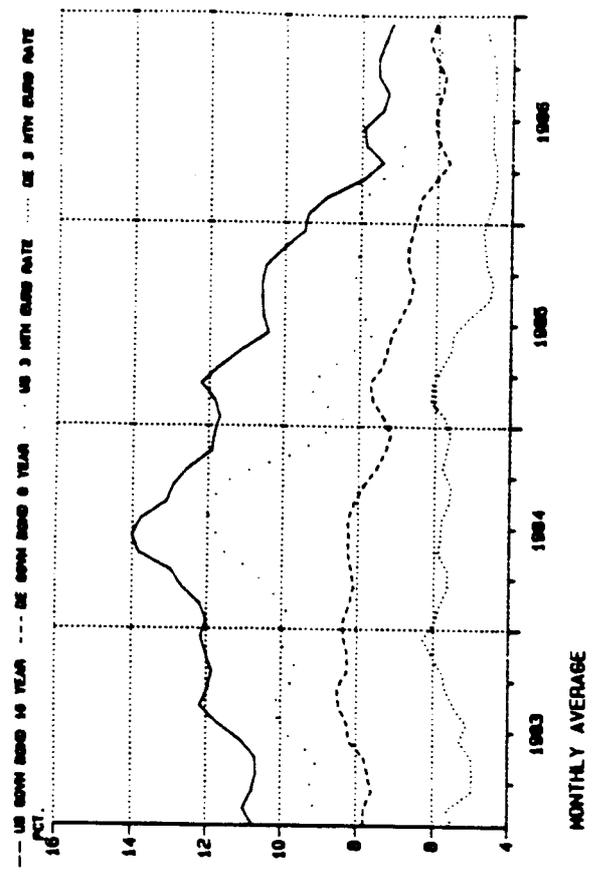


Exchange Rates: Monthly average of rates at 2.26 pm construction. Buff scale)
 Interest Rates: Long term Diff. between off. yield of US 10 year gov bonds and Japanese gov bonds (left scale) Short-term diff. between 3 months eurodollar and eurodollar interest rates.

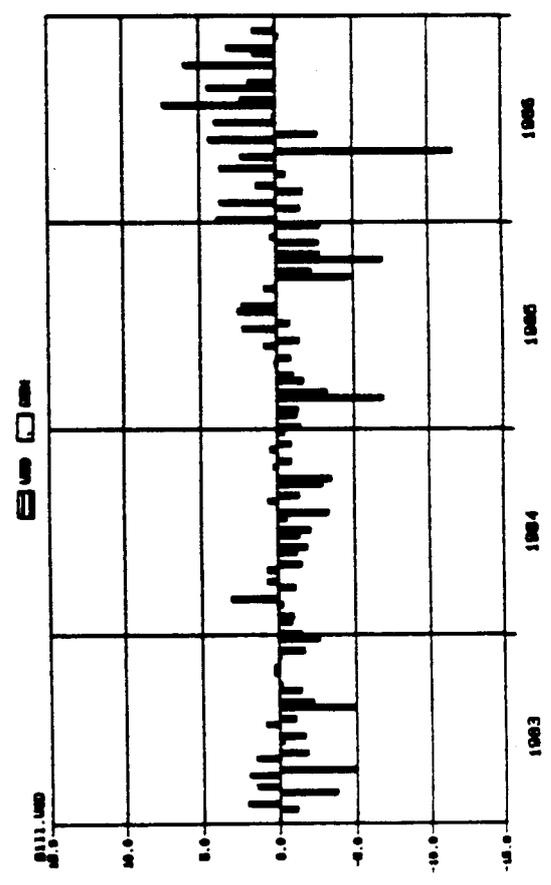
EFFECTIVE EXCHANGE RATE
 (MEFM)



INTEREST RATES

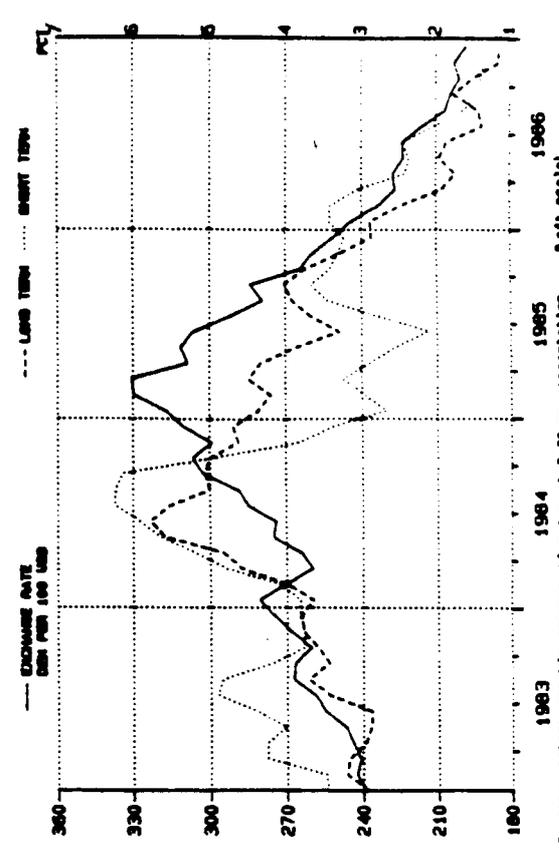


Intervention in
 US-Dollar and German Mark

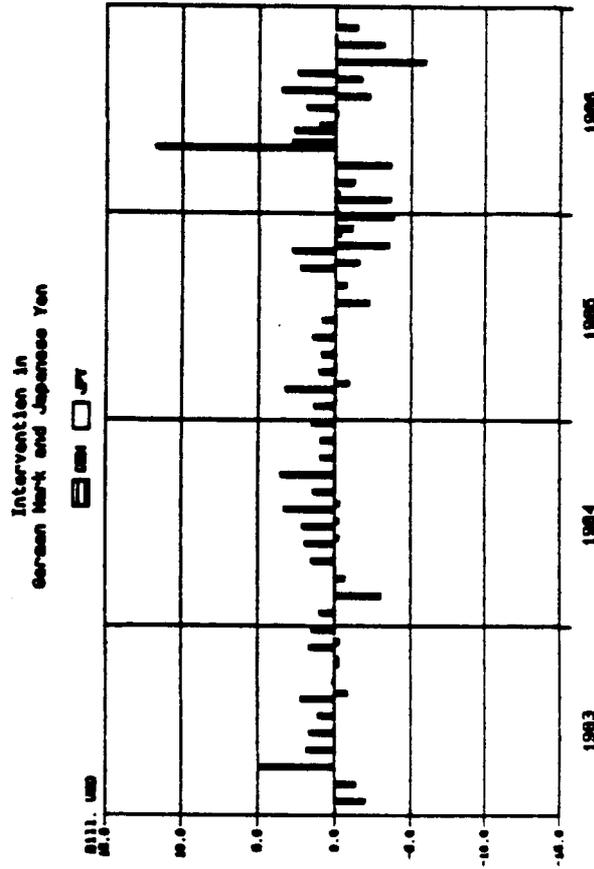
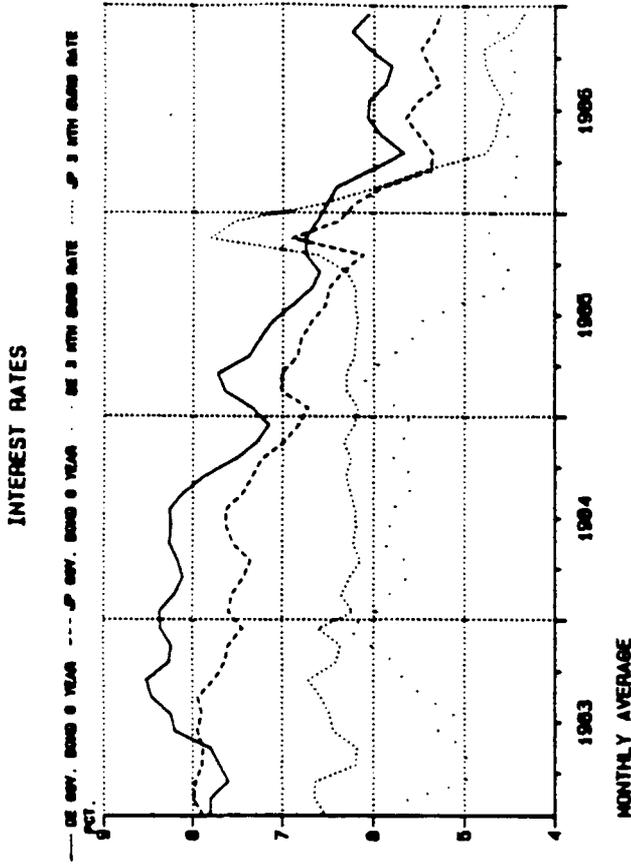
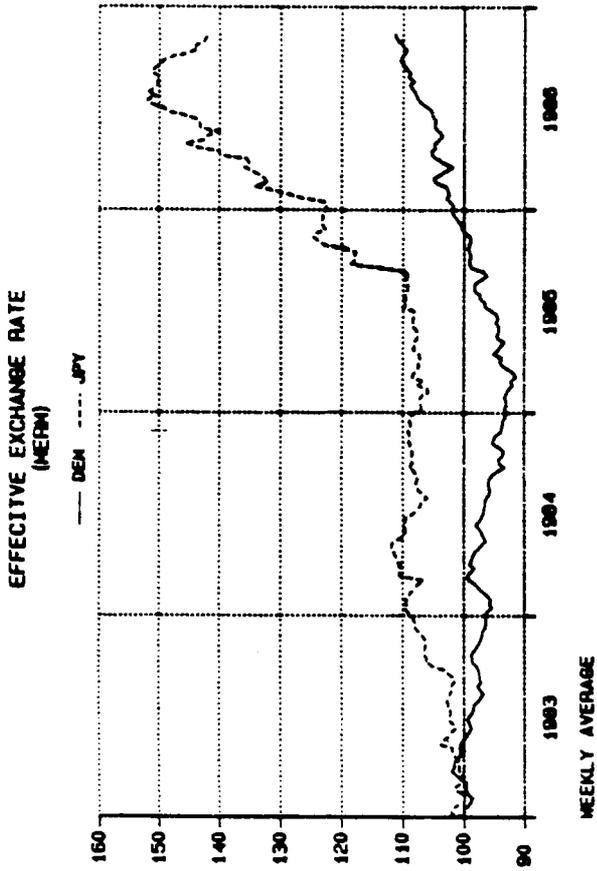


- Purchase of USD against other currencies and sale of DEM against other currencies and purchase of USD against other currencies.
 + Sale of USD against other currencies and purchase of DEM against other currencies.

USD/DEM EXCHANGE RATES AND INTEREST RATES DIFFERENCE



Exchange rate: Monthly average of rates at 2.30 pm central time. Left scale
 Interest rate: Long term Diff. between off. yield of US 10 yearers bonds and German gov. bonds. (High scale) Short-term diff. between 3 months Euro and US 3 months interest rate.



DEM/JPY EXCHANGE RATES AND INTEREST RATES DIFFERENCE

