

PROCES-VERBAL*

DE LA 213^e SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS
DES BANQUES CENTRALES DES ETATS MEMBRES DE LA
COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE
TENUE A BALE, LE MARDI 10 MARS 1987 A 10 HEURES

Sont présents: le Gouverneur de la Banca d'Italia et Président du Comité, M. Ciampi, accompagné par MM. Dini, Masera et Micossi; le Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique, M. Godeaux, accompagné par MM. Janson et Rey; le Gouverneur de la Danmarks Nationalbank, M. Hoffmeyer, accompagné par M. Mikkelsen; le Président de la Deutsche Bundesbank, M. Pöhl, accompagné par MM. Gleske et Rieke; le Gouverneur de la Banque de Grèce, M. Chalikias, accompagné par MM. Papademos et Karamouzis; le Gouverneur du Banco de España, M. Rubio, accompagné par MM. Sánchez-Pedreño et Durán; le Gouverneur de la Banque de France, M. de Larosière, accompagné par MM. Waitzenegger et Cappanera; le Gouverneur de la Central Bank of Ireland, M. Ó Cofaigh, accompagné par MM. O'Grady Walshe et Reynolds; le Président de la Nederlandsche Bank, M. Duisenberg, accompagné par MM. Szász et Boot; le Gouverneur du Banco de Portugal, M. Tavares Moreira, accompagné par M. Dias; le Gouverneur de la Bank of England, M. Leigh-Pemberton, accompagné par MM. Loehnis et Kirby; le Président de la Commission des Communautés européennes, M. Delors, accompagné par MM. Mingasson et Dixon; 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 des 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 Comité du 14 avril 1987 et présentant par rapport au projet quelques modifications de caractère rédactionnel.

I. Approbation du procès-verbal de la 212e séance

Sous réserve de quelques amendements de caractère rédactionnel qui seront insérés dans le texte définitif, le Comité approuve le procès-verbal de la 212e 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 du mois de février et des premiers jours de mars 1987;
- Adoption par le Comité du rapport destiné aux Ministres des Finances des pays de la CEE;
- Série mensuelle de statistiques

M. Dalgaard commente le rapport annexé au procès-verbal et souligne quelques éléments, notamment le maintien d'un niveau de taux d'intérêt relativement élevé dans plusieurs pays de la CEE. Si un tel niveau est souvent justifié par des raisons internes, il contribue à intensifier les reflux de fonds, étant donné qu'avec la stabilité revenue sur les marchés des changes, les mouvements de capitaux sont à nouveau déterminés essentiellement par les différentiels de taux d'intérêt.

M. Dini indique que les Suppléants n'ont pas de remarques spécifiques à soumettre aux Gouverneurs à propos du Rapport concertation.

M. Leigh-Pemberton présente quelques explications au sujet de la politique de change suivie à Londres au cours des trois dernières semaines. Les autorités ont hésité à permettre une baisse des taux d'intérêt pour deux raisons:

- en premier lieu, le Chancelier de l'Echiquier va présenter, dans une semaine, le nouveau budget; celui-ci comportera des changements importants et il convient donc d'être prudent à l'égard des anticipations ou réactions possibles du marché;
- en second lieu, les chiffres de la balance des paiements, publiés le 6 mars 1987, n'étaient pas particulièrement prometteurs, même s'il y a eu une erreur statistique affectant le poste des "invisibles" pour 1986 et aussi pour les prévisions de 1987; au total,

toutefois, la livre sterling a fait preuve de fermeté et la Bank of England a pu récupérer, en février et début mars, la presque totalité des réserves dépensées en octobre 1986 pour défendre la monnaie nationale; dans ces conditions, les autorités ont permis une baisse de 0,5% du taux de base des clearing banks, qui a pris effet le 9 mars 1987.

M. de Larosière confirme que la situation du marché des changes en France a été calme et que les relations entre le franc français et les monnaies du SME ont été stables. Des entrées de capitaux substantielles se sont produites et une légère décrue des taux d'intérêt a pu être amorcée en abaissant d'un quart de point les taux d'intervention de la Banque de France.

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

III. Poursuite de la discussion sur le renforcement du SME et les implications de la libération des mouvements de capitaux au sein de la Communauté pour les politiques monétaires sur la base:

- du Rapport No 58 établi par le groupe d'experts présidé par M. Dalgaard sur les questions soulevées par le réalignement du 12 janvier 1987;
- d'une note de M. Raymond qui résume les discussions du groupe d'experts sur les implications de la libération des mouvements de capitaux au sein de la Communauté pour les politiques monétaires;
- d'un projet de rapport du Président du Comité aux Ministres des Finances de la CEE, projet qui sera préparé par les Suppléants et présenté par M. Dini

Le Président rappelle que, depuis le premier échange de vues que les Gouverneurs ont eu sur ces questions en février, leurs collaborateurs ont travaillé d'arrache-pied et ont préparé des rapports préliminaires qui dessinent plutôt les problèmes tout en fournissant néanmoins certaines orientations pour des solutions possibles. Ces documents sont l'un, le Rapport No 58 du groupe d'experts présidé par M. Dalgaard, l'autre une note rédigée par M. Raymond, sous sa propre responsabilité mais en tenant compte des discussions du groupe. En outre, les Suppléants se sont réunis dimanche

après-midi et lundi matin pour examiner ces documents et préparer, sur la base de ceux-ci, un projet de rapport préliminaire qui devrait être présenté à la Réunion informelle des Ministres des Finances de la CEE, les 3, 4 et 5 avril 1987.

A. Exposé de M. Dalgaard

Conformément au mandat donné par les Gouverneurs, les experts ont examiné deux sujets: la procédure de réalignement et les circonstances entourant le réalignement du 12 janvier 1987.

Les experts ont estimé que certains aspects des réalignements passés n'ont pas été satisfaisants; par exemple, les réalignements ont été trop facilement prévisibles ou ont été retardés pour des raisons politiques, ou ont donné lieu à trop de débats publics avant et pendant les négociations. La procédure formelle elle-même n'est pas à l'origine des problèmes, elle est en effet suffisamment souple et souligne bien l'importance du secret à préserver; c'est plutôt la manière dont les opérations de réalignement ont été conduites. Les experts ont donc examiné si une délégation de responsabilité au Comité des Gouverneurs pour des réalignements de faible ampleur pourrait être de nature à améliorer la procédure; ils estiment qu'une telle délégation pourrait être utile dans certaines circonstances et permettrait aux Gouverneurs de prendre des décisions plus tôt, limitant ainsi le volume des mouvements de capitaux. Le groupe considère cependant qu'une délégation de ce genre est d'autant moins plausible sur le plan politique que tout réalignement comporte des aspects politiques et des conséquences agro-monnaies; de plus, elle risquerait de politiser les débats des Gouverneurs. En réalité, le principal problème ne tient pas à la procédure mais à l'ampleur des mouvements de capitaux qui précèdent souvent les réalignements. A cet égard, il est suggéré d'intensifier la procédure de surveillance pour identifier très tôt les tensions susceptibles de se développer.

En ce qui concerne les circonstances entourant le dernier réalignement, le groupe a noté que les tensions se sont progressivement accumulées au cours du second semestre de 1986 et ont été alimentées par des anticipations d'un réalignement. Plusieurs facteurs ont joué un rôle: la faiblesse du dollar a été un élément général important auquel se sont ajoutés des facteurs individuels, par exemple:

- le déficit de la balance des paiements courants au Danemark;
- l'excédent courant important en Allemagne qui, combiné à des prix en baisse et à une politique économique jugée très rigoureuse, a conforté le deutsche mark;
- l'absence de changements des taux d'intérêt nationaux et donc le maintien de différentiels trop faibles;
- la libération des mouvements de capitaux, essentiellement en France.

L'influence d'interventions importantes et durables sur les anticipations d'un réalignement est peut-être l'objet de la seule opinion discordante du rapport.

La réponse des autorités aux tensions dans le marché des changes a pris surtout la forme d'interventions alors que la marge de fluctuation a été peu exploitée et que les taux d'intérêt n'ont que faiblement varié.

En conclusion, les experts ont relevé deux caractéristiques indésirables du dernier réalignement: d'une part, les autorités ont donné l'impression d'avoir cédé devant la pression du marché, d'autre part, il s'agissait du quatrième réalignement en dix-huit mois. Pour améliorer le fonctionnement du SME, il est nécessaire de progresser davantage vers la convergence des facteurs économiques fondamentaux et de renforcer la coordination des politiques économiques et monétaires. Il est également important de développer des stratégies visant à mieux combattre la spéculation en la rendant plus coûteuse et plus risquée.

B. Exposé de M. Raymond

Quelques idées générales méritent tout d'abord d'être rappelées.

L'évolution au sein de la Communauté vers davantage d'intégration des marchés des capitaux ne devrait pas remettre en cause le principe de base du Système monétaire européen qui est de créer une zone de stabilité monétaire.

Le projet de libération des mouvements de capitaux a une logique propre mais a des interférences avec le projet de libre prestation des services financiers et d'intégration technique des marchés.

L'abaissement du contrôle des changes entre pays membres de la Communauté ne peut être fait sans un abaissement également à l'égard de l'extérieur de la CEE.

Le compartimentage des marchés des capitaux européens est imparfait parce que les contrôles des changes sont inexistants dans certains pays, partiels dans d'autres, ne s'appliquent qu'aux résidents et peuvent être contournés.

Le processus d'une intégration progressive des marchés des capitaux est en cours et des progrès dans la suppression des contrôles des changes ont été accomplis ces derniers mois, ce qui signifie qu'il s'agit plutôt de gérer une transition que de provoquer une révolution, encore qu'une suppression brutale des contrôles existant dans certains pays du SME serait une innovation importante.

Diverses questions techniques se posent. Il existe en effet entre les pays membres du mécanisme de change des différences structurelles de caractère fiscal, prudentiel et réglementaire. Bien sûr, on peut maintenir un taux de change stable entre des pays à systèmes fiscaux différents mais, pour un pays, le passage du contrôle à la liberté des mouvements de capitaux avec un système différent de celui des autres comporte le risque d'une déstabilisation, au moins durant une période de transition.

Le processus en cours conduira à une banalisation progressive des opérations et des instruments et accentuera l'évolution, déjà retracée dans le Rapport spécial du groupe de novembre 1986, vers un usage plus intensif des instruments de marché; il devrait aussi être accompagné de progrès dans l'harmonisation des règles relatives à l'épargne et au système financier.

Le point essentiel du débat, c'est la compatibilité entre le SME et la libération des mouvements de capitaux. Il est théoriquement impossible de marier une totale liberté des mouvements de capitaux, une absolue fixité des taux de change et la pratique de politiques monétaires autonomes. Dans l'hypothèse d'un SME où les réalignements seraient évités à tout prix, la stabilisation des taux de change au jour le jour serait plus difficile, exigerait des interventions plus lourdes et donc des mécanismes de financement appropriés. Pour parer aux mouvements de capitaux, les taux d'intérêt devront être modifiés plus rapidement et plus fortement. Les pays dont la monnaie est exposée à la dépréciation redoutent un risque déflationniste résultant de la nécessité de pratiquer des taux d'intérêt plus élevés. Inversement, les pays dont la monnaie est candidate à la réévaluation redoutent un biais inflationniste résultant de fortes interventions et de leurs effets monétaires. Ces craintes contradictoires montrent qu'il est

indispensable de veiller à la réalisation et au maintien d'une convergence aussi étroite que possible entre les facteurs fondamentaux, même si une telle convergence ne donne pas une protection absolue.

Cette convergence implique, en tout cas, une coordination étroite des politiques monétaires. Celle-ci a été implicite dans le fonctionnement du SME, dans la mesure où tous les pays du mécanisme de change ont tenté de se rapprocher de celui qui a le taux d'inflation le plus bas; on peut aussi concevoir un mécanisme dit symétrique dans lequel il y aurait un débat sur un objectif commun, par exemple de prix, et une réorientation des politiques monétaires en fonction de cet objectif. Un cas inverse est celui où, pour des raisons nationales, un pays voudrait mener une politique discrétionnaire; dans ce cas, il est probable qu'il faudrait accepter plus de souplesse du côté du taux de change, c'est-à-dire des réalignements plus fréquents et/ou un élargissement des marges de fluctuation. La pratique du SME depuis 1979 est intermédiaire entre les deux cas extrêmes puisqu'un certain degré de flexibilité a toujours été toléré.

En définitive, le dilemme est le suivant: d'un côté, l'amélioration de la convergence rapproche de la fixité des taux de change, d'un autre, la libération complète des mouvements de capitaux en éloigne. Faut-il alors s'en tenir à une coordination pragmatique au risque que l'ampleur des mouvements de capitaux conduise à plus de souplesse des taux de change? ou, au contraire, faut-il que la libération des mouvements de capitaux s'accompagne d'un renforcement des méthodes de coordination?

Enfin, il faut ne pas trop charger la politique monétaire et veiller à réaliser un "policy mix" approprié.

C. Exposé de M. Dini

Les Suppléants ont été généralement d'accord avec la description des événements qui ont conduit au réalignement du 12 janvier 1987 telle qu'elle est présentée dans le Rapport No 58, ainsi qu'avec les principales conclusions. Ils ont souligné que l'aspect le moins satisfaisant du récent réalignement a été qu'il soit intervenu neuf mois seulement après l'ajustement précédent, en dépit d'une convergence améliorée en matière d'inflation et d'autres conditions fondamentales. Ils ont aussi souligné que si la faiblesse du dollar a été une cause importante des tensions dans le SME, le manque de coordination des réponses à l'intérieur du système a exacerbé ces tensions.

En discutant les moyens de renforcer les mécanismes de fonctionnement du SME, les Suppléants ont mis en relief la nécessité d'intervenir plus à temps au plan des taux d'intérêt et des différentiels de taux et d'exploiter, d'une manière plus souple, les marges de fluctuation existantes de manière à rendre la spéculation plus coûteuse et plus risquée et à réduire le besoin d'interventions.

En ce qui concerne le rôle des interventions intramarginales, certains Suppléants sont d'avis que, lorsqu'on s'attend à un réalignement, des interventions persistantes et importantes et une défense rigide des taux de change ne sont pas efficaces pour réduire les tensions et peuvent même être contreproductives dans la mesure où le marché les perçoit comme preuves de tensions croissantes. D'autres Suppléants ont noté que les interventions ont plus de succès lorsque leurs effets monétaires ne sont pas stérilisés et lorsque ces interventions sont entreprises de manière coordonnée. Ces Suppléants ont un jugement plus positif à l'égard de l'utilité des interventions intramarginales et ils ont souligné qu'en décembre et janvier leur efficacité a été entamée du fait que le marché a perçu un manque d'accord entre les autorités, alors que les tensions montaient. Ils ont aussi relevé qu'il existe des contraintes sur l'ampleur des ajustements de taux d'intérêt à court terme que l'on peut opérer.

Tous les Suppléants ont été d'accord pour dire qu'il faut davantage de surveillance des évolutions monétaires et de change au sein du SME, par le Comité des Gouverneurs, en vue d'assurer une action plus rapide et plus coordonnée chaque fois que des tensions commencent à apparaître.

Les Suppléants ont estimé que des progrès continus dans la convergence des éléments fondamentaux contribueraient à renforcer la cohésion du SME. Certains ont souligné que la plus grande mobilité des capitaux exige un renforcement de la coordination monétaire; à leur avis, il est important que la libération des mouvements de capitaux n'aboutisse pas à un relâchement de la contrainte de change du SME. D'autres Suppléants, cependant, ont noté qu'il y a des limites à la possibilité d'ajuster la politique monétaire à des objectifs externes sans compromettre la stabilité interne. Les Suppléants ont néanmoins souligné que les tensions qui peuvent résulter de la plus grande mobilité des capitaux ne devraient pas normalement trouver leur réponse dans un réalignement.

En ce qui concerne la procédure de réaligement, certains Suppléants sont d'avis qu'afin de dédramatiser les réaligements et de les faire plus à temps, il pourrait être utile de confier la responsabilité des réaligements de faible ampleur à un comité non politique, tel que le Comité des Gouverneurs. Toutefois, la plupart des Suppléants n'ont pas été en faveur de cette approche pour les raisons mentionnées dans le rapport des experts et qui sont également résumées dans le projet de rapport soumis aux Gouverneurs (voir annexe). En particulier, certains Suppléants ont fait valoir que tous les réaligements devraient normalement être accompagnés par des mesures de soutien pour renforcer la convergence.

En ce qui concerne la note de M. Raymond, les Suppléants ont centré leur discussion sur les moyens de limiter les risques que le processus de libération des mouvements de capitaux peut comporter pour la cohésion des cours de change et la stabilité monétaire interne; ils ont également estimé qu'il serait utile d'examiner les problèmes techniques mentionnés par M. Raymond et qu'il faut revoir les mécanismes de crédit existants afin de juger s'ils suffisent pour faire face à la spéculation et aux besoins du SME dans un environnement renouvelé. Tous les Suppléants ont exprimé leur appréciation à l'adresse de MM. Dalgaard et Raymond et de leurs groupes d'experts pour le travail qu'ils ont accompli dans un délai aussi court.

D. Discussion du Comité

Le Président rappelle que le Comité se trouve dans la première phase d'un processus d'étude et de réflexion et que deux objectifs immédiats sont à retenir: d'une part, faire une première évaluation des problèmes et des orientations qui ont été présentés dans les rapports, de sorte que les collaborateurs des Gouverneurs puissent poursuivre leurs travaux en vue d'élaborer des rapports définitifs et des propositions concrètes; d'autre part, préparer un rapport préliminaire destiné à la Réunion informelle du Conseil ECOFIN de début avril.

M. Pöhl félicite tout d'abord les deux Présidents et leurs groupes pour le travail remarquable qu'ils ont accompli en si peu de temps. Il partage très largement l'analyse du Rapport No 58 et relève notamment la conclusion qui est présentée à la page 15 en ce qui concerne les moyens pour rendre la spéculation moins profitable et plus risquée. Il est très

important de battre la spéculation sur son propre terrain et, à cette fin, d'étudier comment la technique des interventions pourrait être améliorée. Les interventions intramarginales considérables qui ont été faites avant le réalignement ont permis à la spéculation de faire certains gains. En revanche, des pertes ont dû être enregistrées par ceux qui ont pris des positions durant les deux dernières semaines, étant donné que les cours de change avaient glissé et qu'ils ont été parfois plus élevés après qu'avant le réalignement.

En ce qui concerne le rapport préliminaire destiné aux Ministres, M. Pöhl s'interroge tout d'abord sur son statut, texte qui sera envoyé sous forme écrite aux Ministres ou note verbale qui sera présentée par le Président du Comité à la réunion de Knokke. S'agissant du texte, il semble que les Gouverneurs ne devraient pas s'étendre sur les éléments qui ont entouré le dernier réalignement, par exemple la confidentialité qui n'a pas été respectée, les déclarations publiques intempestives. Tout cela est de caractère évidemment politique, relève d'une réalité de la vie et a déjà été observé lors des réalignements précédents. Il serait donc souhaitable de dédramatiser cette section 1 du rapport et de se limiter, peut-être à rappeler qu'il existe déjà un organisme, le Comité monétaire, permettant de dédramatiser les réalignements. Les Gouverneurs ne devraient pas apparaître demandeurs dans ce domaine et, d'ailleurs, ne le sont certainement pas. Il semble en outre que la question a été tranchée lors du Conseil ECOFIN de février, les Ministres ne désirant pas se dessaisir de leurs prérogatives. Une telle attitude était prévisible et est compréhensible si l'on tient compte que tout réalignement comporte des aspects non monétaires, par exemple les conséquences pour la politique agricole commune.

Se référant à la remarque de M. Pöhl, le Président précise que les Ministres ont souhaité recevoir un rapport écrit des Gouverneurs. En fait, on peut parler tout simplement d'un rapport, sans préciser s'il est écrit ou oral, car un texte sera lu par le Président à la Réunion informelle et ce texte restera consigné dans les actes de cette réunion.

M. Hoffmeyer fait observer que si les reflux de capitaux n'ont pas été importants immédiatement après le réalignement, ils le sont devenus au cours des dernières semaines, notamment en France, en Belgique et au Danemark. Dans la mesure où la spéculation a été effectivement perdante, du fait de l'évolution de certains cours de change après le réalignement, il

est important de le dire et de reconnaître que, en définitive, les hommes politiques n'ont pas créé de dommages par leur comportement. Il est important aussi de faire comprendre aux Ministres que confier des réalignements aux Gouverneurs n'entraînerait pas une dédramatisation et ne ferait que déplacer le problème; les Gouverneurs et les Ministres devraient en particulier être en permanence en contact au téléphone.

M. Leigh-Pemberton estime qu'on peut facilement partager l'avis des experts et dire que la procédure de réalignement existante n'a pas démerité. Il semble toutefois utile de faire savoir, d'une manière courtoise, qu'un meilleur respect de la confidentialité et plus de modération dans les déclarations permettraient de régler certaines difficultés. Il serait certainement plus facile de convaincre les Ministres à être plus prudents dans leurs comportements lors des réalignements qu'à se dessaisir de leurs prérogatives en faveur des Gouverneurs. D'ailleurs, une telle délégation de responsabilité risquerait d'entraîner les Gouverneurs dans un tourbillon politique et changerait peut-être la nature des délibérations du Comité. Il faut bien voir toutefois que, si les Gouverneurs examinent cette question, ce n'est pas parce qu'ils sont demandeurs mais parce que on le leur a demandé. La lettre de M. Eyskens à M. Ciampi est claire à cet égard et parle de la suggestion "de confier les opérations de réalignement à une enceinte qui serait l'émanation du Comité des Gouverneurs et du Comité monétaire". Dans ce domaine, il ne semble pas que l'on puisse mieux faire que de rappeler la possibilité existante d'un réalignement opéré par le Comité monétaire et avalisé par les Ministres sans réunion de ceux-ci (cas de l'opération du mois d'août 1986).

Un message important et quelque peu préoccupant se dégage du dernier réalignement. En effet, les experts ont souligné que, avec l'amélioration de la convergence, l'ampleur des réalignements devrait se réduire. Or, la dépense ou le volume des interventions nécessaires pour défendre les cours de change et la stabilité du SME paraît s'accroître à l'heure actuelle. Cela tient au fait que les opérateurs sont plus nombreux, plus habiles et disposent de techniques plus raffinées. Mais si après avoir dépensé des milliards de dollars il ne s'agit que de retarder de quelques semaines ou de quelques jours un réalignement de faible ampleur, un jour viendra, sans doute, où on se posera la question si cela vaut la peine. Il faudra donc donner plus

d'importance aux politiques de taux d'intérêt dans le SME, même si de temps en temps cela puisse poser des problèmes de conflit entre les objectifs internes et externes.

M. Delors s'associe aux remerciements et félicitations adressés à MM. Dalggaard et Raymond et aux groupes d'experts.

En ce qui concerne les enseignements que l'on peut tirer du dernier réalignement et de la phase qui l'a précédé, il y a lieu d'être plus interrogatif que les réflexions entendues jusqu'à présent. La phase qu'a connue le SME en décembre et janvier est la plus mauvaise depuis sa création. La manière dont a fonctionné le système a fortement nui à sa crédibilité et à l'Europe en général. Evidemment, le fait générateur essentiel des difficultés a été le choc venu de l'extérieur, c'est-à-dire la baisse du dollar, mais la capacité de résistance du SME devant ce choc et la concertation nécessaire entre les participants ont donné lieu à des déceptions. En effet, à Gleneagles, une attitude commune avait été définie et agréée; il avait été aussi reconnu qu'en refusant la baisse des taux d'intérêt réclamée par les Américains, on prenait le risque de tensions dans le SME mais on était d'accord pour mettre en commun les moyens pour y faire face. Il n'est pas sûr que cela a été vraiment fait. Par ailleurs, lorsque un pays connaît des difficultés particulières, d'ordre politique ou social, les taux d'intérêt doivent jouer leur rôle et celui-ci a été reconnu par les Gouverneurs. Cela signifie aussi qu'il peut y avoir des différentiels de taux d'intérêt justifiés par une situation conjoncturelle ou même structurelle mais là encore une concertation effective est nécessaire sinon les mêmes causes risqueront de produire les mêmes effets.

L'atmosphère du dernier réalignement n'a pas été bonne et relevait un peu d'une assemblée revendicatrice où certains pays exigeaient telle position de leurs monnaies dans la grille de parités. Enfin, il y a la question ou le "poison" des problèmes agro-monnaétaires pour lesquels c'est le devoir de la Commission d'en débarasser les Ministres des Finances et les Gouverneurs. La Commission proposera que lorsque le grand marché aura été réalisé, en 1992, les mêmes règles de compétition s'appliquent à tous les produits, qu'ils soient industriels ou agricoles. D'ici là, la période de transition sera difficile à gérer.

En ce qui concerne la libération des mouvements de capitaux, M. Delors rappelle qu'il avait présenté aux Gouverneurs, l'an dernier, les

problèmes qu'elle soulève et qu'il leur est reconnaissant d'étudier ces problèmes. Aux questions posées l'an dernier, notamment sur le rapprochement des législations bancaires, des fiscalités et sur la coordination des politiques monétaires, s'ajoute désormais la question de savoir s'il est possible d'aboutir à une libération des mouvements de capitaux sans un renforcement parallèle du SME. La surveillance d'un grand espace financier sans frontières n'est pas chose facile, un groupe d'experts présidé par M. Padoa-Schioppa étudie précisément la question de savoir à quelles conditions peut-on réaliser le grand marché sans frontières, y compris l'espace financier; son rapport devrait être disponible vers la fin avril. La question centrale reste de savoir si l'on a les moyens de gérer un tel marché, et plus précisément de savoir ce qu'il faut en plus de la convergence des économies et de la création progressive d'un marché des services financiers. Il ne semble pas que l'on puisse distinguer deux étapes dans ce qui reste à faire dans la libération des mouvements de capitaux, par exemple une première étape avec les placements financiers et une seconde avec les placements monétaires et la localisation des placements. Il faut donc envisager des clauses de sauvegarde et peut-être aussi des instruments financiers permettant à certains pays de rejoindre l'espace financier sans frontières. Toutefois, la question qui est posée est bien celle de savoir si un SME et une discipline de change renforcés ne seraient pas le moyen d'avoir un marché ouvert sur l'extérieur et de maîtriser les déséquilibres.

En ce qui concerne le SME, l'expérience du dernier réalignement a montré la nécessité de redonner sa place à la politique des taux d'intérêt. Dans les études à faire, il faudrait donner une certaine priorité à la méthodologie des interventions, sans négliger toutefois une réflexion globale. En effet, une première phase d'évolution du SME est terminée, celle pendant laquelle, grâce au système et à la référence aux objectifs et aux résultats de l'économie allemande, les autres participants ont rétabli la stabilité et les équilibres. Il s'agit maintenant d'aborder une seconde phase, pas la phase institutionnelle envisagée à l'origine du système mais le passage d'une philosophie ou pratique moniste (un modèle de référence) à une pratique pluraliste partagée. Cela dépasse largement la technique monétaire et, dans le fond, met en cause la conception de chaque participant de l'avenir de la Communauté et de la coopération qui peut s'instituer entre les pays membres.

Le Président présente quelques réactions personnelles, suite notamment à l'intervention de M. Delors dont il partage beaucoup de points mais s'en écarte sur d'autres, en particulier l'insatisfaction exprimée à l'égard du fonctionnement récent du SME. La pratique des contacts réguliers entre banques centrales fait ressortir que, dans la période difficile vécue depuis l'été 1986, le SME n'a pas démerité et a fonctionné convenablement. Certes, il y a eu quelques retards ou lenteurs au plan de certaines décisions et de leur mise en oeuvre, mais des améliorations sont possibles (le débat d'aujourd'hui en est la confirmation), par exemple sur le plan de l'application technique de certaines procédures. Mais si l'on regarde la période depuis Gleneagles, il n'y a aucun doute que les conclusions dégagées alors par les Gouverneurs ont permis de présenter un front commun aux réunions de Washington, de calmer les marchés des changes et de maintenir la cohésion du SME. Il ne faut pas oublier, en outre, que celui-ci a résisté, d'une manière tout à fait remarquable, à la chute du dollar depuis février 1985. Il n'en reste pas moins que certains aspects ne sont pas entièrement satisfaisants et les Gouverneurs engagent leurs travaux sur le renforcement du SME dans un esprit critique et constructif.

M. Duisenberg exprime son appréciation pour le travail des experts; il souligne l'opportunité de ne pas dramatiser ce qui se passe au cours d'un week-end de réalignement. Somme toute, ce n'est qu'un week-end de drame à comparer à neuf mois ou plus de stabilité et c'est celle-ci qui compte. De toute manière, les réalignements ont toujours comporté une certaine dose de drame. Il est clair, toutefois, que ce dernier pourrait être réduit si l'on respectait mieux les règles de confidentialité et de discrétion, et le rapport aux Ministres devrait contenir ce message.

Il est illusoire de penser qu'une délégation de responsabilité aux Gouverneurs permettrait d'opérer les réalignements d'une manière plus fluide, plus rapide et sans faire de vagues. En fait, il s'agit chaque fois d'options politiques et de décisions qui sont éminemment politiques (aux Pays-Bas, c'est une décision collective du gouvernement). De plus, le dernier réalignement a montré que, même avec des ajustements de faible ampleur et des cours du marché pratiquement inchangés après l'opération, une modification des cours-pivots suscite une attention énorme dans le public. Il paraît donc hautement improbable que les Ministres se dessaisissent

en faveur du seul Comité des Gouverneurs. Le cas du Comité monétaire est différent, du fait notamment de la présence des représentants du Trésor.

Parmi les leçons à tirer des événements qui ont précédé le dernier réalignement, la plus importante est peut-être l'utilité d'exploiter davantage les marges de fluctuation existantes et d'exploiter plus tôt les possibilités de la politique monétaire, notamment la politique des taux d'intérêt.

M. Duisenberg suggère enfin que le "Groupe Dalgaard" étudie les expériences des attaques spéculatives qui ont eu lieu dans le passé contre le mécanisme de change, leurs succès, leurs échecs, les moyens qui ont été utilisés pour les repousser et les enseignements à tirer de ces expériences.

M. de Larosière se déclare en très large accord avec ce qui a été dit par M. Duisenberg en particulier. Il est frappant de voir que les mouvements de capitaux et les perturbations très fortes des derniers mois se sont produits malgré une amélioration de la convergence des facteurs fondamentaux. Deux raisons principales semblent pouvoir être avancées. En premier lieu, une insuffisance de la convergence au sens d'une meilleure cohésion des politiques monétaires internes au sein de la Communauté. En second lieu, des éléments exogènes, la baisse du dollar, qui ont compliqué ou fragilisé le fonctionnement du SME. En outre, des changements institutionnels ont pu jouer un rôle, tels que la libération des mouvements de capitaux dans certains pays, ainsi que des anticipations de caractère politique. Pour faire face à des cas de ce genre, il faudrait être en mesure de détecter de manière plus rapide et plus fine les divergences ou les insuffisances de cohérence possibles sur le plan de la politique monétaire interne des différents pays. Il faudrait que les Gouverneurs et leurs collègues profitent de leurs rencontres nombreuses à Bâle pour échanger des vues, de façon informelle, sur les politiques monétaires et les taux d'intérêt pratiques.

D'autre part, si un mouvement spéculatif se développe sans lien avec les données fondamentales, et si la réaction taux d'intérêt/politique monétaire interne ne suffit pas à calmer les marchés, il faut regarder avec beaucoup de soin la manière d'exploiter les marges de fluctuation. Celles-ci devraient être utilisées comme un moyen de battre la spéculation, et peut-être faut-il le faire plus vite, sans nécessairement rester accroché à des points de

résistance qui impliquent des dépenses importantes de réserves. Il faudrait encore opérer, dans certains cas, des réalignements de faible ampleur et relativement vite, car plus on dépense de réserves à l'intérieur de la marge, en s'épuisant en quelque sorte avant d'atteindre le cours plancher, plus les spéculateurs qui sont intervenus tôt dans le processus, gagnent.

Il convient donc d'examiner de près et de manière technique la combinaison, politique de taux d'intérêt, utilisation des marges et petits réalignements, étant entendu que les politiques monétaires demeurent un élément essentiel du dispositif.

M. Godeaux se déclare en accord avec un certain nombre de remarques déjà faites; il souligne que l'atmosphère du dernier réalignement illustre à suffisance l'impossibilité pour les Gouverneurs d'accepter un mandat déchargeant les Ministres de certaines décisions. En réalité, les conditions politiques qui s'attachent à l'exercice parfois difficile du réalignement ne pourront jamais être abolies et les Gouverneurs ne pourraient pas dédramatiser une situation que les Ministres auraient commencé par dramatiser eux-mêmes. C'est ce qui s'est passé en janvier; la situation avait acquis un caractère dramatique et symbolique évident et les autorités se sont trouvées devant la nécessité dictée par le marché de procéder à un réalignement qui, sur la base des facteurs fondamentaux, n'apparaissait ni nécessaire, ni souhaitable. Lors du réalignement, les autorités belges et luxembourgeoises ont été conscientes des problèmes et délais suscités par leur volonté de situer leurs monnaies dans une position intermédiaire. Toutefois, nonobstant l'ampleur symbolique du réalignement, une telle position était très importante pour la conduite de la politique économique et la cohésion de l'association monétaire entre les deux pays. Il était essentiel de montrer à l'opinion publique de ces derniers que la situation objective permettait de se rapprocher des monnaies fortes du SME. Ce n'était pas un caprice ou un manque d'esprit de solidarité, mais une condition très importante dans la poursuite des politiques nationales.

En Belgique, comme dans d'autres pays, même des réalignements de faible ampleur nécessitent l'accord non seulement du Ministre des Finances mais du Conseil des Ministres. Des ajustements ont déjà eu lieu sans réunion des Ministres et parfois même sans réunion physique autre

que téléphonique du Comité monétaire; évidemment, cela n'est possible que dans certaines conditions. Il convient de souligner la symbolique politique extrêmement lourde des réalignements, qui ne peut être prise en charge par les Gouverneurs; il est utile aussi de rappeler qu'il ne faut pas dramatiser le "drame" mais que, une fois qu'une dramatisation a été créée, on ne peut plus la supprimer.

En ce qui concerne le projet de rapport préliminaire aux Ministres, M. Godeaux souhaiterait voir affirmer nettement la hiérarchie de l'objectif de stabilité des cours de change dans la section concernant les implications de la libération des mouvements de capitaux. En outre, dans la section procédure de réalignement, on pourrait ajouter, aux trois problèmes mentionnés, les facteurs politiques qui de toute manière limitent le rôle que les Gouverneurs pourraient jouer.

M. Pöhl estime que le dernier réalignement n'a pas été le plus mauvais de la longue histoire des opérations de ce genre, il y a eu pire, par exemple en mars 1983 quand les marchés des changes ont dû être fermés le lundi, les Ministres n'étant pas encore d'accord. Il n'est jamais facile de faire rapport quand il y a des avis légèrement discordants et il appartiendra bien sûr au Président de décider des mots. Toutefois, la première partie de la section 1 du rapport (procédure de réalignement) est un peu négative. L'atmosphère insatisfaisante mentionnée au 1er tiret a toujours existé dans les ajustements de quelque importance. Le non-respect de la confidentialité (2e tiret) est un reproche grave que l'on ne devrait faire que s'il est documenté. La pression du marché (3e tiret) se produit pratiquement chaque fois et elle est parfois nécessaire pour amener les hommes politiques à agir. Il faudrait aussi ne pas oublier le fait assez exceptionnel que, quinze jours avant des élections importantes, le gouvernement allemand, un peu poussé par la Bundesbank, ait accepté de réévaluer le deutsche mark de 4% (finalement ramené à 3%) malgré les conséquences défavorables pour le monde agricole.

Lors de la discussion qui a eu lieu à Gleneagles entre les seuls Gouverneurs à un déjeuner, la Bundesbank avait dit qu'elle s'efforcerait de tout faire, au besoin en achetant des dollars, pour éviter des agitations pendant les réunions de Washington. Après coup, les Ministres ont eu tendance à présenter ces discussions comme une grande réalisation. Quoiqu'il en soit, plus de trois mois de calme des marchés ont suivi et, par exemple entre

septembre et fin décembre, le cours dollar/deutsche mark est resté autour de 2. Ce n'est qu'avec les déclarations américaines intempestives et répétées en faveur d'une baisse du dollar que les tensions se sont accentuées, renforçant des anticipations de réalignement. Celles-ci ont été alimentées aussi par des informations et déclarations en provenance de France sur la nécessité d'une réévaluation unilatérale du deutsche mark. A cette époque, on a également reproché publiquement à la Bundesbank de ne pas honorer ses engagements, ce qui est grave et tend à créer un mauvais climat. La Bundesbank peut admettre avoir un peu contribué aux anticipations, en décembre, en décidant de ramener l'expansion monétaire dans la fourchette et en ayant laissé se développer la remontée saisonnière des taux du marché monétaire.

Une des leçons à retenir de ces événements est que les différentiels de taux d'intérêt jouent un très grand rôle pour la stabilisation du SME et que, tout en préservant les nécessités internes, les politiques monétaires devraient être mieux coordonnées et plus cohérentes. Toutefois, en temps de crise, de petits différentiels sont impuissants et inopérants; dans quelques cas, les taux du marché monétaire ont été portés à des niveaux extrêmement élevés et ont été prohibitifs pour la spéculation. On pourrait examiner, sur la base du passé, si des thérapeutiques de choc pourraient être utilisées à l'avenir pendant une courte période (par exemple, une ou deux semaines).

Actuellement, dans le SME il y a des différentiels de taux un peu trop importants pour stabiliser le système; les reflux de capitaux sont devenus substantiels et la Bundesbank n'est pas intervenue. En définitive, le dernier réalignement a atteint les buts visés: il a pratiquement empêché les gains pour la spéculation, il a apporté le calme et la normalisation sur les marchés et il a été suivi de reflux importants. Enfin, les banques centrales ont désormais un peu plus de marge pour opérer une décrue des taux d'intérêt et, à cet égard, on peut apprécier le pas fait en France.

M. de Larosière se réfère aux éléments négatifs énumérés dans les trois tirets de la page 1 du rapport préliminaire et indique qu'à son avis les aspects négatifs du dernier réalignement sont essentiellement le fait que les perturbations avaient peu à voir avec les "fondamentaux", que le réalignement s'est produit tard, après qu'on ait dépensé des montants considérables de réserves, et que les conditions monétaires internes dans les pays du SME n'étaient pas parfaitement en ligne pendant la période de perturbation; or, il est important que la hiérarchie des taux d'intérêt soit correcte.

M. Ó Cofaigh estime que déléguer à un organisme, Comité des Gouverneurs ou Comité monétaire, la responsabilité pour les réalignements est une option dangereuse qui risque de permettre un certain laxisme et des opérations un peu à la sauvette. En revanche, le caractère plus solennel de la procédure existante garantit un recours plus prudent aux réalignements.

La libération des mouvements de capitaux pose des problèmes fondamentaux pour certains pays et, s'il est juste de dire qu'elle doit être accompagnée par une coopération plus étroite des politiques monétaires, il faudrait ajouter que celle-ci serait facilitée par la participation de tous les pays de la CEE au mécanisme de change.

M. Duisenberg partage le jugement de M. Pöhl et de M. de Larosière sur le ton un peu trop négatif du rapport préliminaire. Il serait utile d'ajouter que, de l'avis des Gouverneurs, le dernier réalignement n'était pas justifié par les données fondamentales, mais alors il semble difficile de dire qu'il est intervenu trop tard.

Le Président tout d'abord félicite et remercie les deux groupes d'experts et leurs présidents pour le travail accompli; il les invite à continuer leurs études en vue de présenter des rapports définitifs qui pourraient être prêts pour juin ou juillet. Il semble préférable de ne transmettre au Comité monétaire que les rapports définitifs des experts; les documents préliminaires actuels pourraient nécessiter quelques retouches ou donner lieu à des interprétations erronées.

Le Président aborde ensuite la discussion du Comité sur le projet de rapport préliminaire aux Ministres. Les observations principales ont porté sur le point 1 "Procédure de réalignement". Il faut rappeler qu'en rédigeant ce point les Suppléants ont pris pour base la lettre du Président Eyskens dans laquelle il est demandé d'étudier l'amélioration de la procédure de réalignement dans un esprit de dédramatisation et de dépolitisation et il est suggéré de confier les opérations de réalignement à une enceinte qui serait l'émanation du Comité des Gouverneurs et du Comité monétaire. Compte tenu des diverses remarques des Gouverneurs, cette première partie sera modifiée; on pourrait indiquer que, pour la première fois, le réalignement du 12 janvier 1987 n'a pas été dicté par les conditions économiques fondamentales. L'énumération des difficultés rencontrées serait sensiblement

raccourcie en supprimant les troais tirets de la première page et on pourrait se limiter à dire que certains des problèmes observés pourraient être évités en ayant une discipline plus stricte à propos des déclarations publiques et des discussions. Le texte se poursuivrait avec la référence à la délégation de responsabilité à un comité technique et avec les problèmes que cela soulèverait. Les deux paragraphes entre crochets, à la fin du point 1, seraient supprimés, le maintien du second n'apparaissant pas utile puisqu'il s'agit d'une possibilité existante, connue de tous.

Les autres points, 2 et 3, du projet de rapport n'ont pas suscité de remarques de fond, sous réserve de l'intervention de M. Ó Cofaigh concernant la coopération plus étroite des politiques monétaires et l'extension du mécanisme de change.

Le Président termine en précisant qu'il réaménagera donc le rapport préliminaire aux Ministres en s'inspirant des remarques exprimées et en vue de le présenter à la Réunion informelle des 3, 4 et 5 avril.

M. Duisenberg considère que le Rapport No 58 du "Groupe Dalgaard" pourrait être transmis au Comité monétaire, moyennant les retouches jugées nécessaires, étant donné que ce Comité travaille aussi sur les mêmes sujets.

Le Président craint que la transmission du Rapport No 58, qui n'est qu'un document préliminaire, d'une part nécessite une certaine révision, d'autre part lie les Gouverneurs pour la suite de leurs réflexions.

M. de Larosière suggère de ne pas faire une transmission formelle mais de donner le rapport aux représentants des banques centrales au Comité monétaire.

Le Président constate l'accord du Comité sur cette suggestion.

M. Dini reconnaît qu'il faut être prudent dans la rédaction des éléments insatisfaisants de la procédure de réaligement. Il semble difficile de dire en même temps que le dernier réaligement n'était pas nécessaire sur la base des données fondamentales et qu'on est satisfait de ses résultats. Les autres éléments peu satisfaisants qui ont été observés durant la période précédant le réaligement ont été présentés dans le projet de rapport aux Ministres sous une forme positive, à la page 3, en indiquant que les Gouverneurs examinent divers types d'actions visant à faire face aux tensions sur le marché des changes et à combattre la spéculation.

IV. Autres questions relevant de la compétence du Comité

Il n'y a pas eu d'autre question.

V. Date et lieu de la prochaine séance

La prochaine séance aura lieu à Bâle, le mardi 14 avril 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

FEVRIER 1987

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

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

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

- interruption du mouvement de baisse du dollar EU, qui avait dominé le marché depuis des mois;
- calme relatif sur les marchés et fluctuations limitées des cours de change, spécialement après la conclusion de l'"Accord du Louvre" le 22 février;
- positions pratiquement inchangées au sein du SME et reflux croissant de capitaux vers le franc français et la lire italienne.

Le dollar EU s'est stabilisé en février. En dépit de quelques brèves périodes d'amples fluctuations des taux, le dollar s'est maintenu au-dessus des plus bas niveaux de fin janvier et était presque inchangé au total à la fin du mois par rapport à la plupart des grandes monnaies. Le dollar a

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

été conforté presque tout au long du mois par l'attente d'un accord entre les principaux pays industrialisés en vue de coordonner les mesures de stabilisation des cours de change. Il a été également influencé favorablement, au début du mois, par la publication de chiffres provisoires marquant une amélioration du commerce extérieur américain en décembre, ainsi que des données de janvier sur l'emploi et d'autres statistiques qui laissaient prévoir de meilleures perspectives à court terme pour l'économie américaine. La plupart des statistiques publiées par la suite, en particulier celles relatives au déficit commercial de janvier, ont réduit la confiance dans l'ampleur de l'amélioration des résultats économiques aux Etats-Unis. Le dollar a cependant continué d'être coté dans une fourchette relativement étroite, du fait que les opérateurs craignaient des interventions de la part des banques centrales à la suite de l'annonce que les grands pays industrialisés étaient convenus "de coopérer étroitement en vue de promouvoir la stabilité des taux de change autour des niveaux actuels".

Au sein du SME, les positions relatives des monnaies participantes sont demeurées pratiquement inchangées. Contrairement à ce qui s'est passé immédiatement après le réalignement, le mouvement de désengagement à l'égard du deutsche mark s'est intensifié en février, spécialement au profit du franc français et de la lire italienne.

Au terme de quelques fluctuations reflétant essentiellement les mouvements de hausse ou de baisse du dollar EU, le deutsche mark s'est stabilisé par rapport à la plupart des monnaies, spécialement durant la période qui a suivi l'Accord du Louvre. Il a perdu 1% au cours du mois à l'égard du dollar EU et s'est aussi légèrement replié envers les monnaies du SME, à l'exception du florin néerlandais.

Le franc français a été bien orienté en raison des excédents des opérations de la clientèle résidente et surtout d'importants rachats de francs vendus par les non-résidents avant le réalignement de janvier. Les taux de l'eurofranc sont revenus au niveau des taux internes.

Le franc belge est resté relativement stable vis-à-vis de la plupart des autres monnaies du SME, ce qui a permis à la banque centrale d'intensifier ses achats de devises.

Le florin néerlandais a perdu un peu de terrain au sein du SME et a nécessité quelques interventions de soutien vers la fin du mois. Cette évolution temporaire a été principalement due à une importante transaction conclue sur le marché.

La couronne danoise s'est raffermie légèrement à l'égard de la plupart des autres monnaies du SME et est restée près du sommet de la bande du système.

Sous l'effet de la demande persistante de devises, la Central Bank of Ireland a effectué d'importantes interventions à la vente durant le mois. Toutefois, la livre irlandaise a été maintenue relativement stable dans la moitié inférieure de la bande du SME.

La lire italienne a continué, tout au long du mois, d'être soutenue par d'importantes entrées de capitaux, à la suite principalement de l'intensification des emprunts effectués par le système bancaire à l'étranger. La Banca d'Italia est intervenue énergiquement pour contenir l'appréciation de la lire. Celle-ci s'est toutefois légèrement appréciée en moyenne à l'égard du deutsche mark, en comparaison des cotations en vigueur après le réaligement.

La livre sterling s'est raffermie, les opérateurs s'étant montrés plus optimistes sur les perspectives économiques, soutenus en cela par la publication de chiffres faisant état d'un besoin d'emprunt du secteur public plus faible que prévu. Après la réunion de Paris, les autres principales monnaies ont été relativement fermes et la livre a également bénéficié du niveau inchangé et relativement élevé des taux d'intérêt. La détente des prix pétroliers n'a guère eu d'incidence sur la livre. L'indice pondéré a progressé de 2%, pour s'établir à 69,9 (1975 = 100).

La drachme grecque a perdu 1,4% par rapport au dollar EU et 0,6% vis-à-vis de l'Ecu. En termes effectifs, elle a fléchi de 0,6%.

La peseta espagnole s'est appréciée de 0,6% contre les autres monnaies de la CEE en termes effectifs. A l'égard du dollar EU, elle s'est appréciée de 0,9%.

En février, l'activité sur le marché interne du Portugal a reflété le début du fonctionnement du marché des changes à terme. L'escudo portugais a enregistré une dépréciation de 0,5% en termes effectifs, de 0,9% à l'égard du dollar EU et de 0,2% par rapport à l'Ecu.

Jusqu'au milieu du mois, le franc suisse s'est affaibli à l'égard des monnaies du SME. Ce mouvement s'est ensuite inversé du fait de la hausse des taux d'intérêt et de prévisions économiques favorables. Sur une base pondérée, le franc a perdu 0,9%.

Le schilling autrichien s'est affaibli de 0,7% à l'égard du dollar EU et a fluctué durant le mois à l'intérieur d'une marge de 3,9%. A l'égard du deutsche mark, cette marge a été de 0,09%.

La couronne suédoise s'est renforcée progressivement au cours du mois - l'indice est tombé de 131,8 à 130,9 - et la Sveriges Riksbank est intervenue presque journallement pour acheter des dollars. Cette évolution s'explique principalement par l'important écart de taux d'intérêt en faveur de la monnaie suédoise.

La couronne norvégienne s'est appréciée de 0,8% par rapport à l'Ecu et de 0,5% en termes effectifs, tout en demeurant inchangée à l'égard du dollar EU. La stabilité du marché a permis de réduire à nouveau, en deux étapes, le taux d'intérêt sur les facilités d'emprunt au jour le jour des banques auprès de la banque centrale, le 3 février (de 14,5 à 14,2%) et le 16 février (à 13,8%), ramenant ainsi le taux à un niveau inférieur à celui qui était en vigueur avant le déclenchement de la spéculation contre la monnaie norvégienne en décembre 1986.

Le dollar canadien s'est légèrement renforcé en février et a terminé le mois à \$EU 0,7491. Il a notamment été conforté par la forte demande, de la part d'investisseurs étrangers, de titres libellés en dollars canadiens.

Le yen japonais s'est maintenu dans une fourchette étroite à l'égard du dollar EU ainsi que par rapport aux principales monnaies européennes. Les préoccupations suscitées par la tenue éventuelle d'une réunion du Groupe des Sept et la prudence suscitée par d'éventuelles interventions concertées de la part des banques centrales après cette réunion ont limité ses fluctuations envers le dollar EU à une fourchette n'excédant pas Y 152 - 155. A compter du 23 février, la Banque du Japon a abaissé de 0,5% son taux officiel d'escompte.

II. INTERVENTIONS

A. Interventions en dollars EU

En février, les achats nets de dollars EU par les banques centrales se sont élevés à \$EU 4,0 milliards, contre \$EU 11,7 milliards en janvier. Les achats bruts ont été de \$EU 5,6 milliards et les ventes brutes de \$EU 1,6 milliard. Les principaux acheteurs nets de dollars ont été les banques centrales de Suède, d'Espagne, de France et d'Italie.

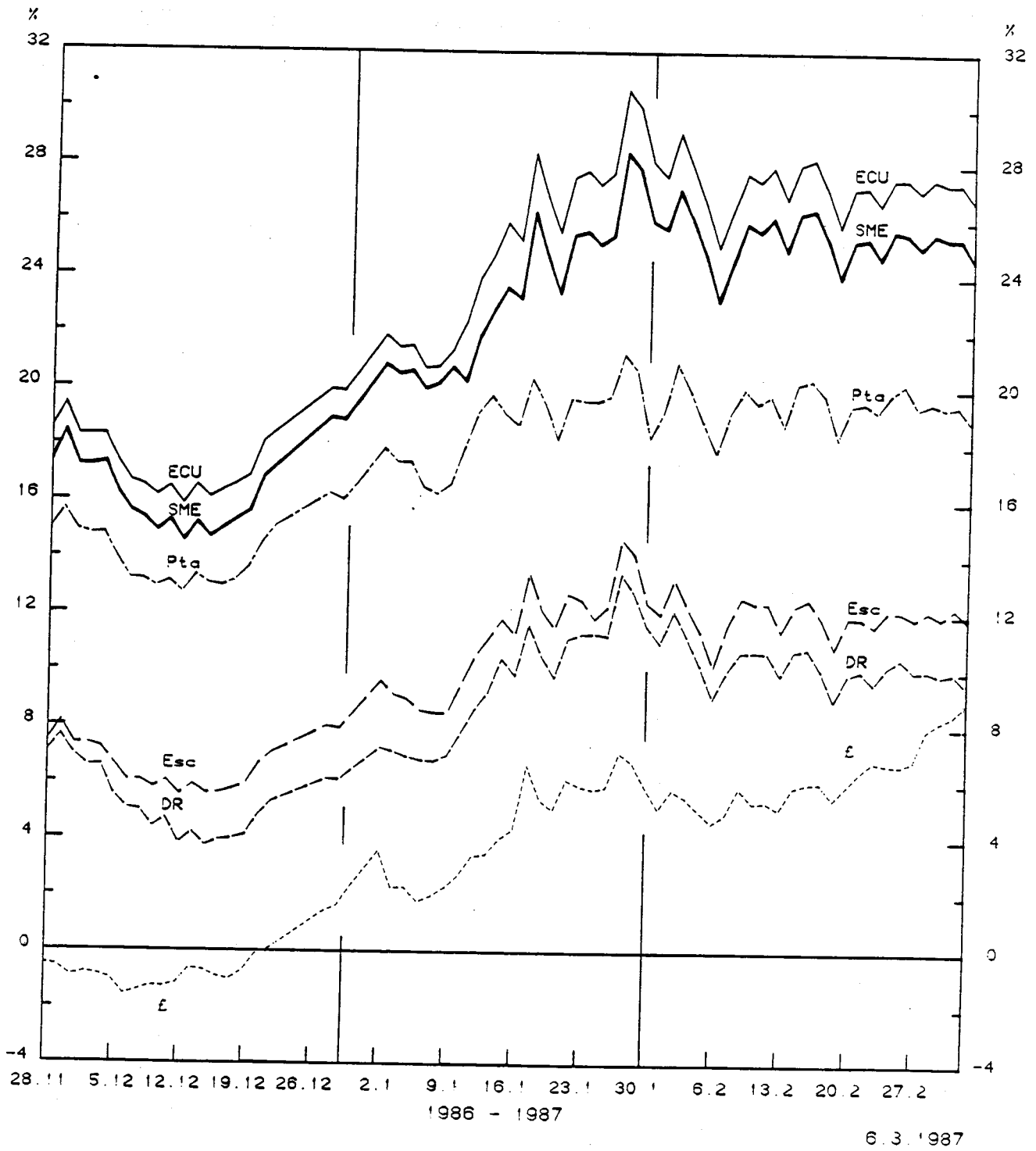
B. Interventions en monnaies communautaires

En février, les interventions en monnaies du SME se sont élevées à l'équivalent de \$EU 4,9 milliards; elles ont principalement consisté en achats de deutsche marks à l'intérieur des marges par la Banque de France et la Banca d'Italia.

III. PREMIERS JOURS DE MARS

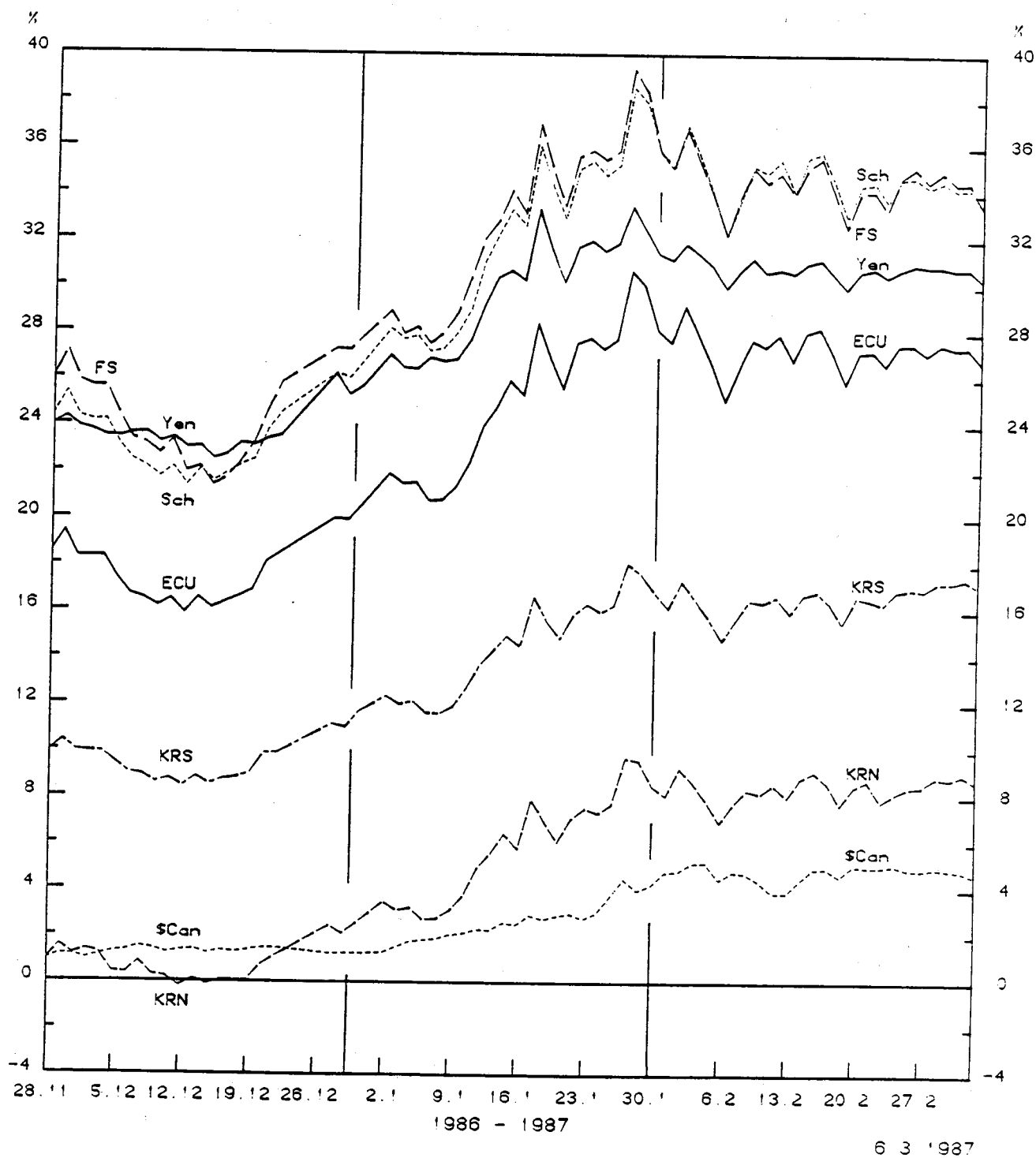
Les marchés des changes sont restés calmes et les taux ont varié à l'intérieur de limites étroites. La livre sterling a continué à se raffermir.

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



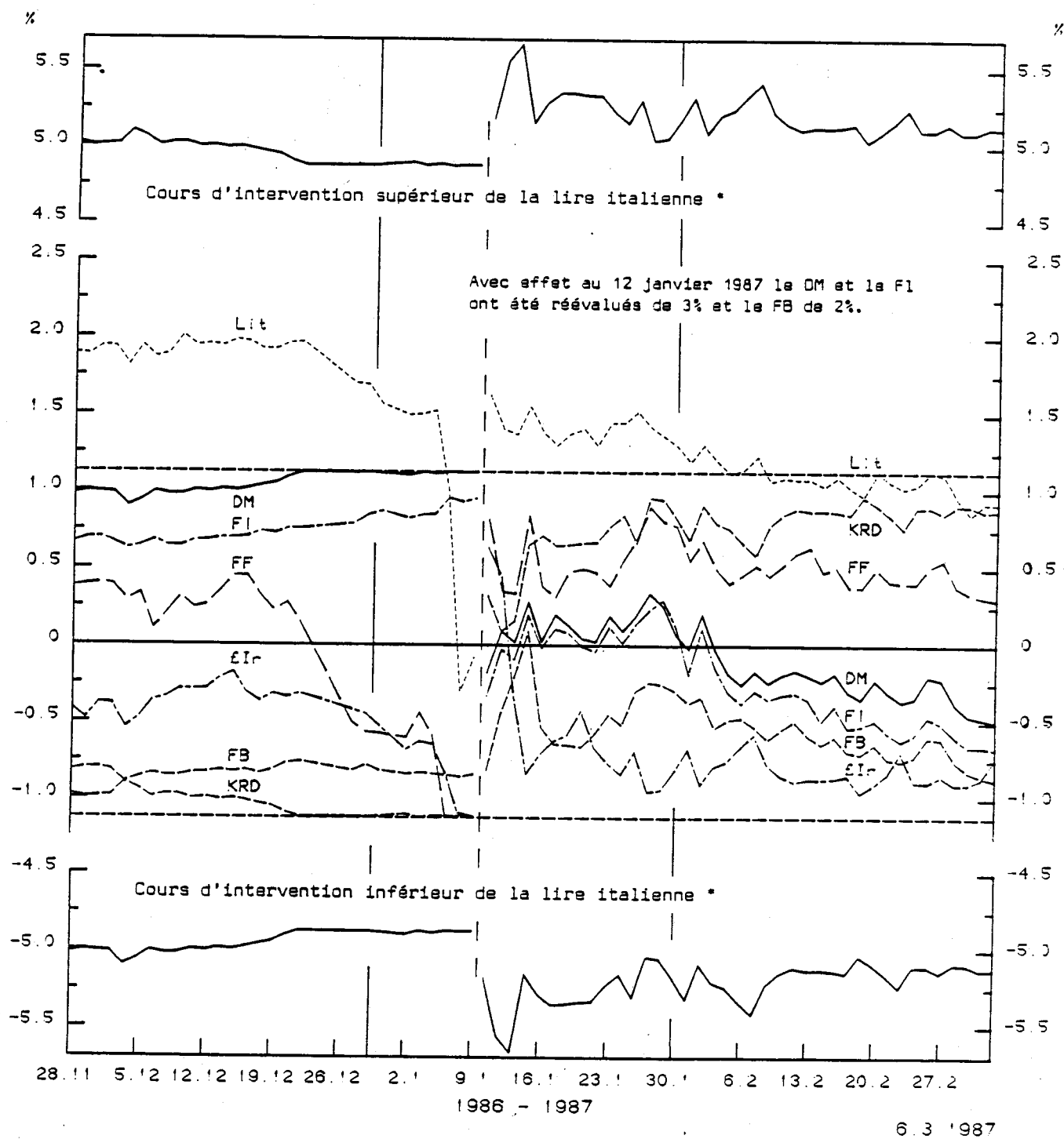
* Voir page suivante.

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



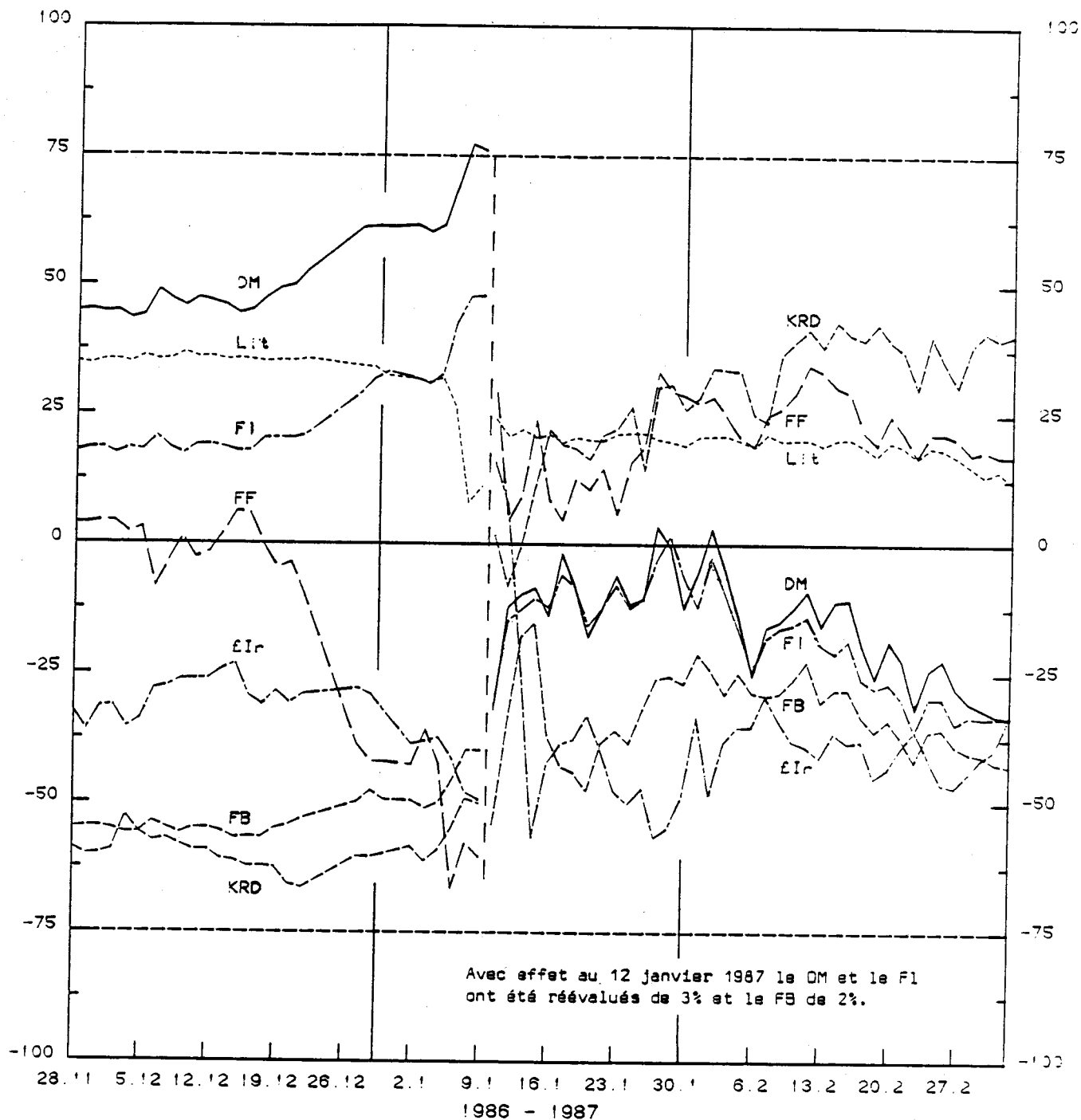
* ECU 1,12622; £ 0,6930; DR 147,7599; PTA 153,7503; ESC 158,4995;
\$Can 1,3975; FS 2,0725; Yen 200,7001; KRS 7,5650; KRN 7,5850;
Sch 17,2901; cours médian des monnaies participant au SME 1,11003. Le
cours médian des monnaies participant au SME représente la moyenne
journalière des cours des deux monnaies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

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



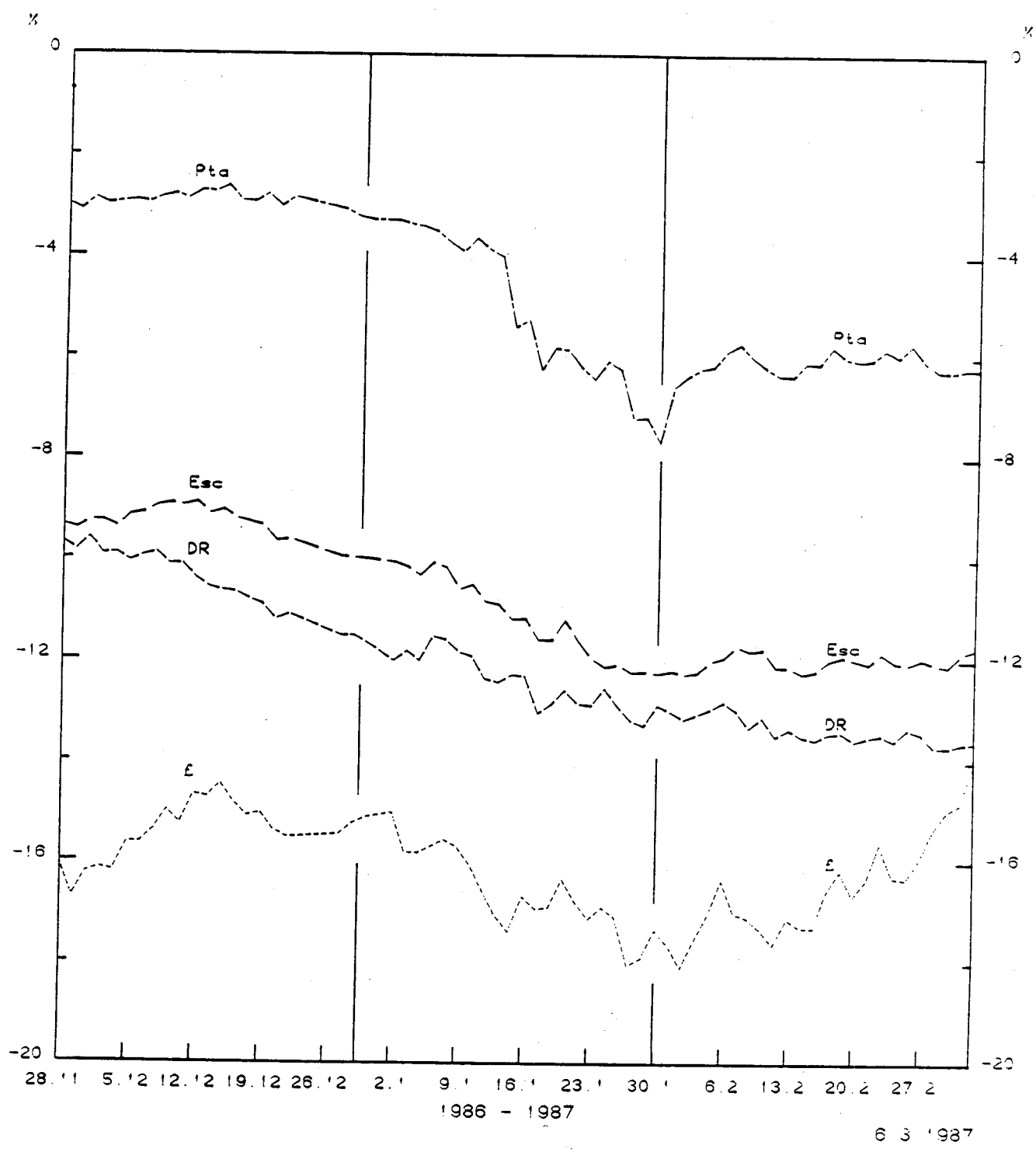
* Les cours d'interventions supérieur et inférieur de la lire italienne représentent l'écart maximal théorique par rapport à la monnaie la plus faible respectivement la plus forte dans la bande de fluctuation étroite de 2,25%.

EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE *



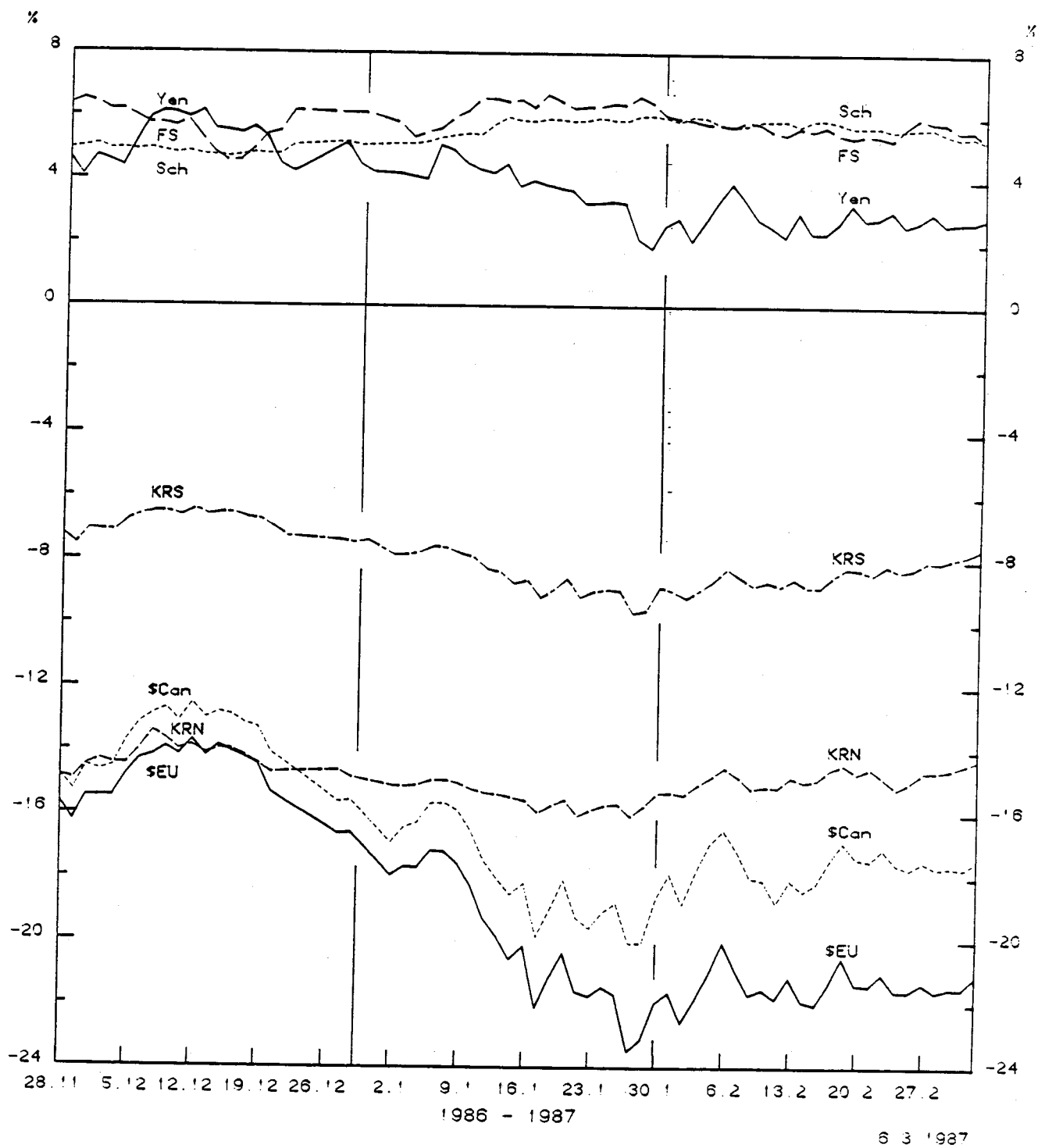
* L'indicateur de divergence a pour but de mesurer, sur une base comparable pour toutes les monnaies participant au mécanisme de change européen, la position d'une monnaie vis-à-vis de son cours-pivot ECU. L'écart maximal de divergence est le pourcentage maximal par lequel le cours de marché de l'ECU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

EVOLUTION DE LA LIVRE STERLING, DE LA DRACHME, DE LA PESETA ET DE L'ESCUDO PAR RAPPORT A L'ECU SUR LA BASE DES COURS DU MARCHE RELEVES
LE 31 DECEMBRE 1985 *



* £ 0,615334; DR 131,20; PTA 136,519; ESC 140,736.

EVOLUTION DES MONNAIES DES BANQUES CENTRALES HORS CEE PARTICIPANT
A LA CONCERTATION PAR RAPPORT A L'ECU SUR LA BASE DES COURS DU
MARCHE RELEVES LE 31 DECEMBRE 1985 *



* \$EU 0,887927; \$Can 1,24088; FS 1,84023; Yen 178,207; KRS 6,71717;
KRN 6,73493; Sch 15,3523.

PRELIMINARY REPORT

BY THE [CHAIRMAN OF THE] COMMITTEE OF GOVERNORS
ON THE STRENGTHENING OF THE OPERATING MECHANISMS OF THE EMS

Since the ECOFIN Council meeting of 9th February 1987, the Committee of Governors has begun consideration of the issues raised by the last realignment of EMS central rates and of the monetary policy implications of the liberalisation of capital movements within the Community.

1. Realignment procedure

The Governors are of the view that recent realignments, notably the last one, have not been wholly satisfactory because:

- anticipation by the market led to heavy capital movements, accentuated by too much public debate which created an unsatisfactory atmosphere for realignment discussions;
- confidentiality has not been maintained during the realignment negotiations;
- the last realignment, in particular, may have given the impression that changes in central rates can be forced upon the authorities if market pressure is strong enough.

Some of the above difficulties could be avoided by stricter discipline over public statements and discussions, as well as stricter observation of the existing provisions for secrecy, which would contribute to the de-dramatisation of the realignment negotiations; others, however, are inherent in the political factors involved in any change in EMS central rates.

Entrusting [to a technical body][to the Committee of Governors or the Monetary Committee] the conduct of "small" realignments might allow more

timely decisions, thereby limiting the size of capital movements. The Governors, however, see that such a move would raise a number of problems. In particular:

- (i) It would be difficult to identify the type of realignment to be made subject to such a procedure.
- (ii) There would be a risk of giving the market the impression that small realignments are of minor importance.
- (iii) There would be complications with regard to the agri-monetary implications of these realignment decisions.

[Although not much should be expected from such a change in procedure if the destabilising factors in the system are not adequately dealt with, the Governors are prepared to look further into these problems should the Ministers wish to entrust them with responsibility for small realignments.]

[The Governors noted that a mechanism already exists for de-dramatising realignment decisions, that is reaching agreement in the Monetary Committee, subsequently endorsed by the Ministers and Governors without the latter meeting.]

2. Functioning of the operating mechanisms of the EMS

A number of reasons led the market to reassess the sustainability of intra-EMS exchange rate relationships after the comprehensive realignment of April 1986, despite improved convergence. The weakness of the US dollar had been a major influence in this regard. The impact of external factors was reinforced by [political and economic] developments in individual EMS countries as well as by remaining disparities in their economic policies and performances, in a context of progressive liberalisation of capital movements and increasing sophistication of market participants. Markets also had a perception that there was a lack of co-ordination by EEC member states in approaching the emerging tensions. These various factors gave rise to heavy capital movements in the period running up to the realignment.

The Governors agree on the necessity for continued progress towards convergence of economic fundamentals. They stress that the strains that might stem from increased capital mobility should [normally] be dealt

with without resorting to realignments. They recognise that interventions alone cannot be sufficient to counter exchange rate pressures, and that they should be accompanied by measures to make speculation more costly and risky.

To achieve these objectives, various issues are being examined by the Governors. In particular:

- (i) how to bring about a more flexible use of all instruments available for defending the system's cohesion in the short term, i.e. more timely adjustments of interest rate differentials; wider use of existing exchange rate margins within the band; and closer co-operation in conducting interventions;
- (ii) how to strengthen the monitoring and joint evaluation of short-term developments in the system, with a view to agreeing on prompter and more closely co-ordinated action;
- (iii) how to achieve greater co-ordination of exchange rate policies of the EMS countries vis-à-vis the United States and Japan.

3. Monetary policy implications of liberalisation

The Committee of Governors has also started to look into the broader implications of global liberalisation of capital movements for monetary policy and exchange rate management. The process of integration of EEC capital markets is already under way, although the points of departure for this process differ from country to country. The Governors reiterate their support for the programme of liberalisation; they stress that while liberalisation will not change the nature of the difficulties of managing the system, it will reinforce the external constraint in exchange and interest rate management.

Liberalisation increases financial interdependence, potentially enlarges short-term capital movements, and entails a reduction in the autonomy of national monetary policies. In principle, it is not possible to combine complete freedom of capital movements and fixed exchange rates with discretionary monetary policy.

There are also a number of technical problems that need to be examined in this context, relating notably to the effects of liberalisation on:

- (i) the identification and management of monetary targets and the transmission mechanism of monetary policy;
- (ii) the harmonisation of regulations affecting financial markets (e.g. prudential controls, tax treatment of financial assets).

Beyond these technical problems, it is clear that the liberalisation process must be accompanied by closer co-operation of monetary policies. Otherwise, there is the risk that larger capital movements might entail strains and possibly force a relaxation of the exchange rate mechanism to cope with market pressures.

Strengthened monetary co-ordination should be placed in the context of achieving a maximum degree of domestic price stability. Such co-ordination, however, will be ultimately ineffectual if not supported by greater convergence of overall economic developments and policies (especially fiscal policies) in member states and by enhanced efforts to reduce structural disparities.

The Committee of Governors will also examine whether the existing financing mechanisms are adequate to forestall speculation and to meet the likely needs of the system in the new environment of free capital movements.

In conclusion, the Governors underline that their examination of the functioning of the EMS and of the implications of liberalisation is at a preliminary stage. They will keep these issues under active consideration in the coming months.