

PROCES-VERBAL*

DE LA 207e SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS
DES BANQUES CENTRALES DES ETATS MEMBRES DE LA
COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE

TENUE A BALE, LE MARDI 8 JUILLET 1986 A 10 HEURES

Sont présents: le Président de la Bank of England et Président du Comité, M. Leigh-Pemberton, accompagné par MM. Loehnis et Kirby; le Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique, M. Godeaux, accompagné par MM. Janson et Rey; le Gouverneur de la Danmarks Nationalbank, M. Hoffmeyer, accompagné par M. Mikkelsen; le Président de la Deutsche Bundesbank, M. Pöhl, accompagné par MM. Gleske et Rieke; le Gouverneur de la Banque de Grèce, M. Chalikias, accompagné par MM. Papademos et Zarifopoulos; le Gouverneur du Banco de España, M. Rubio, accompagné par MM. Sánchez-Pedreño et Feito; le Gouverneur de la Banque de France, M. Camdessus, accompagné par MM. Waitzenegger et 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 Benard; le Vice-Gouverneur du Banco de Portugal, M. Pego Marques, accompagné par M. Costa Pinto; le Directeur Général des Affaires économiques et financières de la Commission des Communautés européennes, M. Russo, accompagné de 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.

Le Président ouvre la séance en souhaitant la bienvenue au nouveau Vice-Gouverneur du Banco de Portugal, M. Pego Marques qui représente M. Tavares Moreira.

* Texte définitif approuvé lors de la séance du 9 septembre 1986 et présentant par rapport au projet quelques modifications de caractère rédactionnel.

I. Approbation du procès-verbal de la 206e séance

Le Président indique qu'aucun amendement n'ayant été proposé, le procès-verbal de la 206e séance peut être approuvé dans le texte du projet.

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 juin et des premiers jours de juillet 1986;
- 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 particuliers de l'évolution au cours des derniers mois. Il informe le Comité que, début juillet, il a été appelé par M. Mündl de la Banque Nationale d'Autriche qui désire sonder les réactions éventuelles de la CEE à une demande officielle de participation au groupe de concertation.

M. Mündl a expliqué que la Banque Nationale d'Autriche est assez isolée sur le plan international, n'appartenant ni au Groupe des Dix, ni à la Communauté, et que ce sentiment est devenu plus marqué depuis l'entrée de l'Espagne et du Portugal dans la CEE. Or l'institut autrichien s'intéresse vivement à la stabilité des cours de change (depuis des années, il stabilise le cours du schilling vis-à-vis du deutsche mark); d'autre part, il a fait preuve de sa disposition à coopérer avec les autres banques centrales en participant par exemple à des accords de soutien collectifs. M. Dalgaard indique que ce souhait autrichien a été évoqué brièvement par le "Groupe concertation" qui, dans l'ensemble, a estimé que la participation de la Banque Nationale d'Autriche à la concertation serait assez naturelle et ne devrait pas poser de problèmes.

M. Loehnis précise que les Suppléants ont également évoqué brièvement la question de la Banque Nationale d'Autriche, certains Suppléants ayant d'ailleurs déjà été approchés par M. Mündl. Tout en reconnaissant le risque d'encourager d'autres demandes similaires, les Suppléants suggèrent une réponse favorable à la requête de la Banque Nationale d'Autriche dont la

position est assez proche de celle de participants comme la Norvège et la Suisse.

M. Loehnis ajoute que les Suppléants ont abordé un second point, à savoir des travaux à confier au "Groupe Dalgaard" à la suite d'un souhait exprimé au Comité monétaire. Il s'agirait d'étudier les problèmes qui se sont présentés, dans les pays de la CEE disposant d'un système de fixing, lors de la suppression de ce dernier le vendredi 4 avril 1986 avant le réaligement d'Ootmarsum.

Le Président constate que le Comité:

- adopte le rapport sur les marchés des changes, qui sera envoyé aux Ministres des Finances des pays de la CEE selon la procédure habituelle;
- confirme le préjugé favorable exprimé par les experts et les Suppléants à l'égard de la participation future de la Banque Nationale d'Autriche à la concertation;
- marque son accord sur le mandat donné au "Groupe Dalgaard" pour étudier les problèmes qui se sont posés en liaison avec la suppression du fixing le 4 avril 1986.

III. Rôle de l'Ecu dans une perspective à long terme

Le Président rappelle que les Gouverneurs ont discuté cette question pour la dernière fois en mars 1986 et qu'un rapport oral intérimaire avait été préparé avant la réunion informelle d'Ootmarsum mais que l'actualité n'a pas permis alors d'aborder ce sujet. Les Suppléants ont continué leurs travaux depuis avril et, sur la base de ceux-ci et de la discussion des Gouverneurs d'aujourd'hui, une version révisée et élargie du rapport intérimaire pourrait être préparée en vue de la prochaine réunion informelle des Ministres des Finances et des Gouverneurs de la CEE en septembre à Gleneagles en Ecosse. Le Comité pourrait s'acquitter de la sorte du mandat qu'il a reçu à Palerme en avril 1985.

A. Exposé de M. Loehnis

Les Suppléants ont eu deux discussions, en avril et en juillet, sur la question de l'Ecu. En avril, il sont revenus sur deux notes présentées

par le précédent Président, M. Szász, soulignant notamment la nécessité, si l'on veut promouvoir l'Ecu comme actif de réserve international, de se mettre d'accord sur les motifs d'une telle promotion et de voir aussi ses conséquences pour le système monétaire international. Les motifs sont en particulier le découplage par rapport au dollar, la réduction du fardeau qui pèse sur celui-ci, la disponibilité au sein du SME d'une alternative au deutsche mark susceptible de diminuer les tensions dans le système. La facturation accrue en Ecus de préférence à celle en dollars, très fluctuant, et le développement du marché de l'Ecu privé permettraient éventuellement une plus étroite coordination des politiques d'intervention et constitueraient un pas dans la direction d'une phase institutionnelle. Ces motifs n'ont pas été jugés convaincants par tous les Suppléants. Certains ont estimé qu'il faudrait tout d'abord avoir un marché financier intégré et réaliser une union économique et monétaire; selon eux, des petits pas ne seraient acceptables que s'ils permettent de progresser dans la direction de l'objectif final, une promotion artificielle du rôle de l'Ecu ne pouvant pas être un chemin de traverse. D'autres Suppléants sont favorables à la réalisation de petits pas et à la suppression, par exemple, des obstacles à l'utilisation de l'Ecu privé. Ils voient en outre des avantages à rapprocher l'Ecu officiel et l'Ecu privé. Les propositions présentées à cet égard par la Banque de France et M. Masera ont été discutées, notamment sur le plan des principes.

D'après la proposition de la Banque de France, le FECOM ouvrirait des comptes en Ecus privés pour les banques centrales de la CEE, des institutions monétaires internationales telles que la BRI et des banques centrales de pays tiers. Ces comptes pourraient être utilisés en particulier pour déposer le produit d'émissions obligataires en Ecus. Le FECOM reprêterait les Ecus à d'autres détenteurs de comptes ou, sinon, éclaterait les Ecus et déposerait les monnaies composantes auprès des banques centrales émettrices. La Banque de France voit trois avantages principaux dans sa proposition:

- donner, avec le FECOM, une estampille officielle au marché de l'Ecu privé;
- réduire le déséquilibre entre avoirs et engagements en Ecus privés;
- encourager les banques centrales hors de la CEE à diversifier leurs réserves.

La proposition de M. Masera vise en particulier à accroître les possibilités d'utilisation des avoirs officiels en Ecus; elle aboutirait à donner aux banques centrales de la CEE un accès au marché de l'Ecu privé et un moyen de mobiliser les Ecus officiels qui compléterait éventuellement le mécanisme mis en place en juillet 1985.

Il a semblé à nombre de Suppléants que la plupart des objectifs visés par ces propositions pourraient être déjà atteints sans la mise en place de nouvelles formules. Par exemple, les banques centrales désirant détenir des Ecus privés peuvent faire des dépôts auprès de la BRI et, à travers celle-ci, des Ecus officiels pourraient être swappés contre des Ecus privés. Les auteurs des deux schémas ont toutefois précisé que leurs propositions apporteraient une dimension supplémentaire du fait qu'elles visent à promouvoir l'Ecu privé au moyen d'un soutien officiel et à attribuer à l'Ecu les caractéristiques d'un véritable actif de réserve.

Certains Suppléants ont mis en garde contre trois tendances ou tentations:

- la promotion artificielle du marché de l'Ecu privé, alors qu'on devrait plutôt laisser celui-ci se développer en fonction des besoins réels des agents économiques;
- la promotion d'interventions en Ecus privés qui pourraient avoir des effets non souhaitables sur la position des monnaies des partenaires;
- la mise en oeuvre d'une politique de petits pas destinée à développer l'Ecu sans se mettre d'accord sur l'objectif final d'une telle politique.

En raison des résultats controversés de leurs discussions, les Suppléants ne recommandent pas de donner, dès à présent, un mandat au "Groupe Dalgaard" pour étudier les aspects techniques. La question pourrait être revue en septembre, lorsque les Gouverneurs mettront probablement la dernière main au rapport intérimaire pour les Ministres des Finances. Un avant-projet de ce rapport sera diffusé pendant l'été afin de recueillir les réactions et de préparer une version révisée pour les réunions de septembre à Bâle.

B. Discussion du Comité

Le Président ouvre la discussion du Comité par quelques remarques résumées ci-après.

M. Loehnis, les Suppléants, la Banque de France et M. Masera doivent être remerciés pour leurs travaux ou leurs contributions. Sur la

base du rapport de M. Loehnis, il semble que des vues assez partagées existent sur les motifs de promouvoir l'Ecu comme actif de réserve, sur les moyens pour y parvenir et sur les deux propositions spécifiques avancées pour rapprocher l'Ecu officiel et l'Ecu privé. En revanche, il semble que la plupart des Gouverneurs sont bien disposés à l'égard d'un développement naturel d'un usage accru de l'Ecu, à condition toutefois qu'il ne contrarie pas les objectifs monétaires. Plusieurs raisons peuvent expliquer une telle attitude favorable:

- l'Ecu est un symbole de la coopération monétaire au sein du SME;
- la croissance rapide du marché de l'Ecu privé montre que celui-ci répond à un besoin commercial réel;
- même si la monnaie commune qui sera établie dans le cadre de l'union économique et monétaire sera probablement différente de l'Ecu actuel, l'existence d'un large marché de l'Ecu pourrait faciliter l'acceptation d'une monnaie commune plus tard.

Si ces explications ou orientations sont admises, on pourrait conclure que la Communauté a un intérêt à voir se poursuivre le développement naturel du marché de l'Ecu privé, indépendamment de la question de savoir si celui-ci acquérera ou non les caractéristiques d'un avoir de réserve. Dans le rapport qui avait été préparé pour Ootmarsum, on exprimait le souhait de supprimer dans tous les pays de la CEE les restrictions à l'usage de l'Ecu privé. Il est difficile de voir quelle autre mesure intermédiaire pourrait être prise dans la Communauté pour encourager l'usage de l'Ecu. Les Gouverneurs restent divisés sur la question des interventions intramarginales et il ne semble pas que l'on puisse combler rapidement l'absence d'un marché de titres à court terme de première classe libellés en Ecus.

Il serait évidemment souhaitable de conclure les travaux sur le mandat de Palerme par quelques propositions concrètes mais, si cela n'est pas réalisable, on pourrait être au moins satisfait de la levée de certaines restrictions nationales à l'usage de l'Ecu privé et du développement continu de son marché. La revue annuelle de ce marché pourrait fournir éventuellement l'occasion d'avancer de nouvelles idées.

La discussion pourrait donc aujourd'hui se concentrer sur l'attitude à l'égard du marché de l'Ecu privé et sur les propositions de la

Banque de France et de M. Masera pour voir si on peut en tirer des éléments concrets pour le rapport à présenter aux Ministres.

M. Camdessus considère que les Gouverneurs doivent prendre au sérieux le mandat qu'ils ont reçu sur le rôle de l'Ecu comme monnaie de réserve et sur les liens entre Ecu officiel et Ecu privé. Or, les travaux des Suppléants s'orientent vers des réponses assez négatives ou dilatoires, ce qui est dangereux et à maints égards assez inacceptable. Il faut voir que la situation actuelle est plutôt étrange avec les banques centrales qui sont dans une sorte "d'illégalité" en ce qui concerne leurs activités les plus fréquentes sur le marché des changes, les interventions intramarginales. D'autre part, des progrès importants ont été accomplis en matière de libération des mouvements de capitaux par les pays qui devaient les faire, alors que l'attitude des autres pays n'a pas beaucoup changé quant au renforcement du rôle de l'Ecu. Dans le débat sur l'avenir de l'Ecu, on ne peut indéfiniment se poser les questions du genre "pourquoi faire cela? avec quelle visée?". Des réponses ont été données à maintes reprises et notamment par M. Camdessus à la séance de mai 1985. Les Gouverneurs doivent se demander quel rôle l'Ecu officiel et l'Ecu privé peuvent jouer dans un univers financier qui a beaucoup changé depuis 1978; ils devraient avoir une approche plus positive et plus concrète à l'égard des travaux des Suppléants et des experts ainsi que des propositions faites par certaines banques centrales. Il serait heureux que d'autres avancent également des idées sur l'actif commun qu'est l'Ecu. S'agissant de l'Ecu officiel, les précautions mises en 1978 autour de son utilisation apparaissent très démodées et la limite d'acceptation de 50% est devenue inexplicable. En ce qui concerne le marché de l'Ecu privé, les banques centrales pourraient y jouer un certain rôle et, dans la perspective du développement de l'Ecu en actif de réserve, il serait utile d'étudier la très intéressante suggestion que M. Pöhl a faite quant à la possibilité d'émissions par les Trésors publics de titres à court terme en Ecus. Il conviendrait aussi d'approfondir un peu plus les liens entre Ecu officiel et Ecu privé.

Le rapport aux Ministres devrait avoir une tonalité un peu plus positive et montrer que, même s'il n'y a pas d'urgence, les Gouverneurs sont en mouvement et que leurs réflexions se développent. Une autre attitude, qui n'est pas à écarter, consisterait à dire que les Gouverneurs sont incapables d'aller plus loin et qu'il n'y a pas de vraisemblance pour des progrès de l'Ecu.

Il est clair alors qu'une cassure serait faite dans le SME et que celui-ci deviendrait bancal.

M. Pöhl constate tout d'abord que pour le développement de l'Ecu quelques progrès très réjouissants ont eu lieu récemment, en particulier les mesures françaises de libération des mouvements de capitaux. A la lumière de ces résultats, d'autres progrès pourraient être réalisés, peut-être en automne, par exemple sur une limite d'acceptabilité de l'Ecu officiel différente des 50% actuels et sur les restrictions concernant l'endettement en Ecus privés en Allemagne. De telles mesures constitueraient des petits pas mais bien entendu il faut préalablement réunir tous les accords nécessaires.

En ce qui concerne le rôle d'une dette publique libellée en Ecus dans le développement de l'Ecu, M. Pöhl précise qu'il n'a pas proposé que le gouvernement allemand s'endette en Ecus. Un tel endettement coûterait plus cher qu'en deutsche marks et les autorités allemandes ont toujours tiré fierté de ne s'endetter que dans la monnaie nationale. Il n'en reste pas moins vrai que, si des Trésors publics émettaient des titres en Ecus, l'usage de l'Ecu serait certainement stimulé. Le développement du rôle de l'Ecu comme monnaie de réserve doit tenir compte que, dans les circonstances actuelles, il semble peu opportun de vouloir réduire le fardeau qui pèse sur le dollar ou de vouloir pousser vers le haut les monnaies européennes et vers le bas le dollar. Si, à plus long terme, il est certainement souhaitable que les deux Ecus, officiel et privé, continuent à se développer, dans l'immédiat les propositions faites pour les rapprocher appellent des réserves. En effet, on risque, par cette technique des petits pas, de mettre en place une situation qui pourrait aboutir à un résultat dépassant ce qu'on peut accepter. Ainsi, l'interpénétration ou l'amalgame entre les deux Ecus pourrait placer tôt ou tard les banques centrales devant l'obligation de prêteur en dernier ressort pour une monnaie dont la création et la gestion leur échappent. Il faut bien voir qu'une succession de petits pas mène presque inéluctablement vers une institution européenne de caractère monétaire dont il faudrait au préalable discuter et déterminer la nature, les responsabilités, les pouvoirs et procédures de décision. M. Pöhl indique qu'il pourrait présenter des idées dans ce domaine et répondre ainsi à certains reproches, mais les pays de la CEE ne sont certainement pas prêts à l'heure actuelle à transférer à une telle institution les pouvoirs nécessaires.

M. Ciampi rappelle que les Gouverneurs ont déjà évoqué à plusieurs reprises les motifs ou les avantages de l'introduction d'une monnaie

internationale européenne. Si l'on estime que l'Ecu peut devenir une monnaie de ce genre, on ne peut s'en remettre uniquement au développement naturel du marché. L'objectif des propositions française et italienne est précisément de contribuer au développement de l'Ecu, et l'absence d'unanimité sur ces propositions ne devrait pas faire abandonner leur étude.

M. Ciampi partage largement les remarques de M. Camdessus et il retient des propos de M. Pöhl que certains pas seraient possibles. Il est clair qu'à l'heure actuelle on ne recherche pas des décisions fondamentales mais plutôt des mesures visant à encourager le développement du marché de l'Ecu privé qui a montré une forte capacité d'attraction.

M. Godeaux remercie le Président d'avoir donné à l'évolution future des travaux des Gouverneurs une coloration plus positive que ne l'auguraient les travaux préparatoires. Dans le domaine de l'action, il faut diviser les problèmes de façon à pouvoir accomplir des petits pas, mais sur le plan intellectuel il est difficile de séparer entièrement le sort de l'Ecu officiel de celui de l'Ecu privé.

M. Godeaux rappelle qu'il y a deux ans, lors des discussions sur l'ensemble des mesures visant à améliorer l'utilisation de l'Ecu officiel, il avait proposé trois additions aux trois mesures formant le "petit paquet". Finalement, grâce au Président Duisenberg, quatre mesures ont été adoptées; elles ont permis de faire un progrès qui n'a sans doute pas eu de conséquences concrètes sur les opérations en Ecus officiels, mais était cependant chargé d'une valeur symbolique non négligeable. A cet égard, il paraît essentiel que les Gouverneurs consacrent une réflexion en profondeur au problème des interventions intramarginales, de leur signification, de leur "quasi-illégalité" selon l'expression de M. Camdessus, et au fait que nonobstant leur efficacité reconnue, elles entraînent une suspension des mécanismes de crédit du SME puisque ceux-ci sont liés aux interventions aux limites. Pendant longtemps, ceux qui étaient opposés aux interventions intramarginales craignaient qu'elles retardent les ajustements des cours-pivots nécessaires. Or, il semble que la philosophie des banques centrales ait évolué à cet égard.

En ce qui concerne l'Ecu privé, les économistes de la Banque Nationale de Belgique ont fait une étude sur les conséquences concevables du développement de l'Ecu privé. Cette étude a été publiée dans le Bulletin de la Banque et a été mal comprise; elle visait notamment à identifier les inconvénients qui pouvaient être acceptés momentanément. En réalité, le principal inconvénient du développement spontané du marché de l'Ecu privé réside actuellement dans l'asymétrie géographique et institutionnelle entre la formation d'actifs et d'engagements en Ecus. Il semble donc que toute mesure qui serait susceptible de corriger cette asymétrie serait un pas positif. L'approche pragmatique des petits pas peut de toute manière se justifier dès lors qu'on sait qu'en gros, on va dans la bonne direction.

M. Russo indique qu'il ne faut pas oublier que l'Accord de Luxembourg a réglé la question de la phase institutionnelle en ce sens que celle-ci requière le passage devant les Parlements nationaux. Il convient donc d'examiner chaque petit pas dans cette perspective et voir s'il nécessite ou non une approbation des Parlements. Il convient aussi de voir que l'environnement et l'avenir de la construction monétaire européenne seront certainement très différents de ce qu'on a connu jusqu'ici. Même si les Etats membres ne sont pas prêts actuellement à abandonner les parts de souveraineté nationales nécessaires à une institution monétaire commune, il est utile de dessiner avec clarté le contenu de celle-ci, afin de pouvoir être sûr que les petits pas sur lesquels on pourrait se mettre d'accord vont dans la bonne direction. Enfin, il ne faut pas oublier que l'Ecu peut apporter un soutien aux pays qui font de gros efforts en matière de convergence et de libération des mouvements de capitaux.

M. Duisenberg indique qu'il n'est pas opposé à la politique des petits pas mais qu'il veut savoir dans quelle direction ils sont faits. La discussion qui a été engagée cette année doit bien sûr être poursuivie et les priorités pourraient être les suivantes:

- comment renforcer le SME, l'Ecu n'étant qu'un produit dérivé du système;
- laisser l'Ecu privé se développer en fonction des besoins des agents économiques;
- comment utiliser l'Ecu pour renforcer autant que possible le SME, mais le renforcement de celui-ci repose essentiellement sur une convergence accrue, notamment dans le domaine des finances publiques.

Dans le cadre de la convergence doivent aussi entrer l'utilisation appropriée des politiques monétaires, l'exploitation des marges de fluctuation, les modifications des parités pas trop importantes et pas trop fréquentes.

Le développement de l'Ecu privé n'est pas gêné aux Pays-Bas et il se fait de manière saine. Les propositions française et italienne pourraient être examinées sous l'angle de leur contribution au renforcement du SME, c'est-à-dire voir dans quelle mesure elles rendraient plus acceptable la discipline qu'impose le système. Comme les Suppléants l'ont suggéré, le Comité pourrait faire le point sur ces questions en septembre et voir à la fois le contenu du rapport destiné aux Ministres et le mandat à donner éventuellement au "Groupe Dalgaard".

M. Ó Cofaigh souligne que le SME est constitué de deux piliers : le mécanisme de change et l'Ecu. Etant donné que le développement de celui-ci en un actif de réserve international n'est pas réalisable dans l'immédiat, les banques centrales de la CEE devraient se concentrer sur une utilisation de l'Ecu la plus large possible entre elles et sur les diverses possibilités de relier l'Ecu officiel et l'Ecu privé. Dans cet esprit, les propositions française et italienne méritent d'être étudiées dès que possible.

M. Ó Cofaigh espère que le ton positif que le Président a donné aux travaux du Comité sera reflété dans le rapport qu'il présentera aux Ministres.

Le Président tire une brève conclusion provisoire de la discussion. Il indique qu'il convient de faire le point sur le mandat de Palerme en faisant un rapport aux Ministres sur les progrès accomplis et les voies de réflexion du Comité depuis l'an dernier.

Lors de la séance de septembre, les Gouverneurs pourront revenir sur le contenu du rapport dont un premier projet sera diffusé durant l'été et une seconde version sera préparée avant les séances de Bâle sur la base des remarques reçues. En septembre également, la question d'un mandat au "Groupe Dalgaard" pourra être examinée. Il va de soi que les travaux du Comité ne s'arrêteront pas à cela, d'ailleurs la revue annuelle de l'évolution du marché de l'Ecu privé est déjà programmée pour novembre ou décembre.

IV. Libération des mouvements de capitaux

Le Président rappelle qu'il a diffusé le 3 juillet un bref compte rendu de la discussion qui a eu lieu au Conseil ECOFIN, le 16 juin, sur la libération des mouvements de capitaux. Il rappelle également que le Conseil a invité le Comité à faire rapport sur la proposition de Directive soumise par la Commission, rapport qui devrait servir aux travaux du groupe spécial du COREPER chargé de l'examen technique de la proposition. Les Gouverneurs devraient donc se concentrer d'abord sur la proposition de Directive qui constitue la première étape de libération des mouvements de capitaux et aborder éventuellement ensuite la seconde étape, plus ambitieuse et plus lointaine, de libération totale.

M. Duisenberg accueille favorablement les efforts que la Commission a engagés pour progresser dans la libération des mouvements de capitaux. Ces progrès doivent être fondés sur la coopération entre les Etats membres et, à cet égard, les récentes mesures prises en France, et à un degré moindre en Italie, constituent une impulsion importante pour continuer dans cette voie.

Les propositions d'amendements à la Directive de 1960 sont bienvenues; elles soulèvent toutefois, dès à présent, une question qui devra être examinée plus en détail si l'on se dirige progressivement vers une libération complète des mouvements de capitaux. Cette question tient aux effets de la libération sur les politiques monétaires des pays membres à un stade où la convergence des évolutions et des politiques économiques est encore imparfaite. Dans ce contexte, les points ci-après peuvent déjà être mentionnés. L'exclusion des valeurs mobilières à court terme de la libération proposée permet peut-être d'atténuer les problèmes pour la politique monétaire, mais la délimitation entre les instruments à court terme et ceux à long terme devient de plus en plus vague. Les entrées de capitaux risquent de plus en plus de contrecarrer la régulation monétaire interne. Il semble dès lors justifié d'avoir une approche symétrique quant à l'application des clauses de sauvegarde au titre des articles 108, 109 et 73 du Traité. En d'autres termes, des raisons non seulement de balance des paiements (contrôle des sorties de capitaux) mais aussi de politique monétaire (contrôle des entrées de capitaux) devraient être prises en considération car les deux cas reflètent la combinaison d'une libération plus poussée et d'une convergence encore imparfaite.

M. Ciampi indique que la Banca d'Italia attache une grande importance à l'objectif de l'intégration européenne et a coopéré depuis deux ans dans les efforts visant à libérer davantage des mouvements de capitaux. Ainsi, les restrictions sur les flux de capitaux internationaux ont été réduites et la priorité a porté sur les restrictions touchant les entreprises et les banques et affectant leur capacité de concurrence sur les marchés européens. A ce stade, cependant, étant donné l'ampleur du déficit du secteur public et de la dette publique, une libération accélérée des transactions sur les marchés financiers, accordant une liberté complète aux épargnants d'investir dans des actifs étrangers, pourrait menacer la gestion souple de la position extérieure italienne et la politique monétaire interne. La Banca d'Italia continuera à souligner auprès du gouvernement la nécessité de prendre des mesures décisives pour renforcer la situation financière du secteur public. Entre-temps, il faut admettre que les conditions qui ont amené la Commission à autoriser l'Italie à poursuivre l'application de certaines mesures de sauvegarde persistent et que l'on ne peut pas forcer la cadence de la libération au-delà de ce qui est prudent dans les circonstances actuelles.

En ce qui concerne le contexte plus large du programme de libération lancé par M. Delors, il est important de souligner la nécessité de faire des progrès parallèles sur les autres fronts de l'intégration européenne. En effet, la libération des mouvements de capitaux n'est qu'un des moyens pour obtenir une allocation des ressources plus productive dans la Communauté. Dans cet esprit, il apparaît essentiel de renforcer la coordination des politiques, de poursuivre l'élimination de l'inflation dans les économies européennes et d'accroître les efforts coordonnés en vue d'obtenir une croissance durable plus vive et de promouvoir l'élimination des excédents excessifs des balances des paiements courants.

M. Godeaux exprime son soutien à la proposition de Directive qui est un pas dans la bonne direction et qui n'appelle pas d'objection du point de vue monétaire. Quelques précautions devraient cependant être prises. Premièrement, sous réserve des clauses dérogatoires restant en vigueur, il faudrait s'assurer que, dans le concret, une réciprocité réelle existe dans le processus de libération. Deuxièmement, il faudrait veiller à ce que la suppression des obstacles nés du contrôle des changes ne soit pas rendue illusoire par la présence d'obstacles administratifs. Enfin, il serait peut-être utile d'éclaircir

la situation quant à la pratique actuelle selon laquelle les banques centrales peuvent donner leur avis sur l'opportunité d'utiliser leur monnaie dans des émissions ayant lieu sur le marché d'un autre pays. Si une telle pratique était maintenue, il faudrait préciser dans quelles conditions.

En ce qui concerne les conséquences du projet de Directive pour la Belgique, le Ministre des Finances a déjà déclaré qu'il était d'accord pour amender un des articles du Code de Commerce, de façon à supprimer l'autorisation préalable pour l'émission de titres sur le marché belge par des étrangers.

M. Russo indique que la pratique mentionnée par M. Godeaux devrait être maintenue dans la mesure où elle n'a pas un effet restrictif; il rappelle que les clauses de sauvegarde ont déjà été supprimées pour la France et actualisées pour l'Italie en fonction de la libération intervenue récemment.

M. Camdessus exprime son accord avec la proposition de Directive et saisit cette occasion pour remercier la Commission et ses collègues pour la compréhension qu'ils ont manifestée pendant si longtemps à l'égard de la France dans ses difficultés en matière de contrôle des changes. La remarque de M. Duisenberg sur la politique monétaire est tout à fait pertinente et, effectivement, il ne faudrait pas régler certains problèmes en en créant d'autres. L'ampleur du déficit public italien constitue manifestement une situation particulière dont on doit tenir compte.

M. Ó Cofaigh se félicite des initiatives de la Commission mais rappelle que l'Irlande, comme d'autres pays de la CEE, a aussi quelques contraintes dont il espère qu'on tiendra compte dans la mise au point des textes.

Le Président remercie les Gouverneurs de leurs interventions très utiles. Sur la base de celles-ci, il préparera avec le Secrétariat un projet de rapport écrit qui sera diffusé aux Gouverneurs pour remarques. La version définitive sera ensuite transmise au Conseil et elle devrait aider le groupe spécial du COREPER qui commencera l'examen de la proposition de Directive le 10 juillet.

En ce qui concerne la seconde phase du programme de la Commission, à savoir la libération complète des mouvements de capitaux, le Président observe qu'il s'agit d'une étape à plus longue échéance qui soulève nombre de questions touchant de près aux compétences des banques centrales et sur lesquelles le Comité devra se pencher ultérieurement.

V. Echange de vues sur l'évolution récente des finances publiques et implications pour la politique économique

A. Exposé de M. Raymond

En 1985, en proportion du produit intérieur brut, les dépenses publiques ont globalement diminué dans la Communauté, mais elles ont encore augmenté dans six pays membres sur douze. Si l'on soustrait des dépenses publiques les intérêts de la dette dont le poids s'accroît, on obtient une vision légèrement plus positive attribuable à l'effort de compression progressive des dépenses de consommation et des transferts sociaux.

L'évolution des recettes publiques marque des divergences plus accusées. La pression fiscale ou parafiscale a tantôt augmenté, tantôt diminué sous les effets combinés de l'évolution de la conjoncture, du commerce extérieur et de nouvelles dispositions fiscales dans certains cas.

Les déficits du secteur public se sont réduits ou souvent accrus et ont donc évolué de façon divergente dans la Communauté.

Le ratio dette publique/PIB s'est accru de près de 3 points dans l'ensemble de la CEE. Sauf en Italie et en Grèce, où elle s'est accélérée, la croissance de la dette publique a eu tendance à se modérer par rapport aux années antérieures.

Les prévisions pour 1986 laissent entrevoir un ralentissement des dépenses publiques plus prononcé que celui des recettes, ce qui entraînerait une réduction du déficit à financer; cela n'empêchera pas les dettes publiques de continuer à augmenter, à un rythme moindre cependant.

Le financement du déficit s'est réalisé de façon plus ordonnée. Le financement par des moyens directement monétaires, c'est-à-dire par des avances de la banque centrale ou des emprunts publics à l'extérieur, s'est presque partout nettement réduit. Les Etats ont donc surtout recouru à des émissions de titres qui, dans la plupart des cas, se sont accompagnées d'un gonflement du portefeuille des résidents. Cette évolution explique que, sauf en Italie, en Espagne et en Grèce, le conflit entre politique budgétaire et politique monétaire s'est atténué en 1985. De surcroît, l'échéance moyenne des titres publics émis a eu tendance à s'allonger. Il y a là une évolution positive mais encore insuffisante.

Les conclusions que l'on peut tirer de ces données sont les suivantes.

Une lecture rapide et globale des résultats pourrait conduire à penser que l'effort d'ajustement structurel est en cours et commence à porter ses fruits. Toutefois, ce que ces résultats ont apparemment d'encourageant doit être fortement nuancé si l'on songe qu'en 1985 la croissance économique s'est quelque peu affermie et les taux d'intérêt nominaux ont baissé. Trois écueils subsistent, sur lesquels il faut peut-être insister:

- l'aggravation des déficits dans certains pays membres qui divergent ainsi de l'ensemble;
- l'augmentation des ratios de dette publique qui appelle des mesures de correction structurelle d'autant plus fortes que les taux d'intérêt réels sont encore supérieurs aux taux de croissance;
- le risque de déstabilisation du SME qui, par le jeu des anticipations sur les marchés, peut résulter du manque de convergence des politiques budgétaires dans les pays membres.

B. Discussion du Comité

Le Président remercie M. Raymond et son groupe pour le travail excellent qu'ils ont réalisé et dont les conclusions sont mélangées, certaines améliorations côtoyant certaines ombres.

M. Rubio félicite M. Raymond et son groupe pour leur rapport très intéressant. La politique budgétaire espagnole a été expansionniste en 1985; elle a été assez en contradiction avec la politique monétaire et a fait apparaître un risque d'éviction des investissements privés. Toutefois, des facteurs positifs existent; ainsi on escompte pour 1986 une réduction du déficit par rapport au PIB et du besoin d'emprunt du secteur public. L'évolution des prix pétroliers et la baisse des taux d'intérêt devraient se traduire par une augmentation des recettes et une diminution des dépenses publiques. Un besoin d'ajustement structurel persiste cependant et, après les récentes élections, le gouvernement devrait présenter un budget orthodoxe.

M. Ciampi remercie M. Raymond et son groupe pour un rapport qui, comme toujours, fournit une analyse intéressante et une riche documentation statistique. L'Italie a encore un long chemin à parcourir pour éliminer le déséquilibre budgétaire et les contraintes que cela pose à la conduite de la politique monétaire. Il semble toutefois que la nécessité d'un ajustement profond et durable, que la Banca d'Italia ne cesse de souligner, est de plus en plus reconnue. Ainsi, le gouvernement a présenté un plan visant

à éliminer, en deux ou trois ans, le déficit net des paiements d'intérêts. Au niveau communautaire, on peut se demander cependant s'il est approprié de suivre de manière non différenciée une politique budgétaire restrictive. Au contraire, il semble qu'une certaine stimulation de la croissance par le budget serait nécessaire, dans certaines circonstances, dans les pays qui sont proches de l'équilibre budgétaire à moyen terme. En effet, l'évolution macro-économique est beaucoup moins favorable qu'on ne s'y attendait et, dans la plupart des pays, la baisse des prix du pétrole n'a pas entraîné une relance significative de l'activité économique. Si d'ici l'automne aucune amélioration notable n'est enregistrée, il faudrait reconsidérer la question de savoir si l'objectif de la convergence des finances publiques ne devrait pas être complété par celui d'un soutien à la croissance.

M. Chalikias félicite également M. Raymond et les experts pour leur excellent travail. La détérioration des finances publiques en Grèce a été notable en 1985 (le déficit du gouvernement général est passé de 12,8% du PIB en 1984 à 14,3% en 1985); le développement des dépenses publiques reflète essentiellement les paiements d'intérêts plus lourds. En dépit d'une augmentation constante au cours des dernières années, le ratio de la dette publique par rapport au PNB est très proche du niveau moyen de la Communauté. La composante structurelle de la dette semble à peu près maîtrisable et la politique de financement s'oriente de plus en plus en vers les marchés. Le solde à financer devrait être réduit de 4 points du PIB en 1986 par suite d'une contraction des dépenses et surtout une augmentation des recettes, la Grèce étant un des pays qui stérilise les avantages du contre-choc pétrolier pour les consommateurs. Le produit de la fiscalité supplémentaire devrait représenter 1,5% du PIB en 1986. Le développement des instruments non monétaires pour le financement du déficit public est encore limité; le gouvernement est peu disposé à accepter un relèvement des taux d'intérêt sur les bons du Trésor, ce qui rend difficile le respect des objectifs monétaires.

M. Marques rappelle que le Portugal est aussi un des pays qui a des problèmes budgétaires. En 1986, les dépenses sont alourdies par les mises à la retraite anticipée de fonctionnaires pléthoriques et on s'attache également à restructurer les entreprises publiques afin d'alléger leur charge sur le budget. Le financement du déficit public a beaucoup changé à la suite de l'introduction des bons du Trésor qui couvrent environ 50% du déficit et qui ont permis de réduire le financement à l'extérieur.

M. Pöhl se réfère à la remarque de M. Ciampi sur la politique budgétaire restrictive qui peut évidemment s'adresser à l'Allemagne. En fait, dans ce pays, le gouvernement poursuit depuis plusieurs années une stratégie budgétaire à moyen terme visant à réduire le déficit en freinant la progression des dépenses. Cette politique a été largement couronnée de succès au point qu'on a pu réduire la fiscalité, par exemple pour un montant de DM 11 milliards en 1986. Les taux d'intérêt ont pu aussi baisser du fait que l'Etat faisait moins appel au marché financier, et cette baisse a contribué à la reprise des investissements privés. Enfin, la forte augmentation des revenus des consommateurs stimule la conjoncture.

Cette stratégie a bien fonctionné jusqu'à présent et elle est conforme à maintes résolutions ou recommandations européennes; en outre, elle comporte une nouvelle baisse des impôts en 1988 et une grande révision du système fiscal en 1990. Que ferait toutefois l'Allemagne si la conjoncture faiblissait, c'est-à-dire si la croissance était nettement inférieure aux 3% prévus pour 1986 et à un taux du même ordre ou même supérieur dans les années suivantes? Ce n'est pas une question facile car l'expérience des mesures expansionnistes prises dans les années 1970 a laissé des séquelles qui n'ont été éliminées que difficilement et après une longue période.

Le Président indique qu'au Royaume-Uni le contrôle des dépenses publiques et leur réduction graduelle a constitué un choix très ferme depuis 7 ou 8 ans. Ainsi, en 1985-86, les dépenses générales, y compris les paiements d'intérêts, ont baissé en termes de PIB. La politique budgétaire n'a pas été changée malgré la baisse des recettes pétrolières due à la chute des prix. Le besoin d'emprunt du secteur public devrait à nouveau diminuer par rapport à l'année dernière, à la fois en termes relatifs et absolus. La politique actuelle vise notamment à encourager la demande et les initiatives du secteur privé, et à réduire les sollicitations de l'Etat sur les disponibilités.

En réponse à une question du Président, M. Russo donne quelques indications sur la discussion budgétaire que le Conseil ECOFIN a eue le 7 juillet. Le Président du Conseil, le Chancelier Lawson, a conclu que les orientations du Rapport annuel pour la Communauté ne devraient pas être changées. Deux autres éléments peuvent encore être mentionnés. Tout d'abord, le représentant allemand a sensiblement déclaré ce qu'a dit M. Pöhl, à savoir

que si la conjoncture s'affaiblissait nettement, le gouvernement pourrait faire quelque chose mais M. Russo ne croit pas cela très probable. D'autre part, les Ministres ont eu tendance à dire que de nouvelles réductions des taux d'intérêt sont nécessaires, si possible sur une base concertée, ce qui renvoie la balle dans le camp des Gouverneurs.

Le Président conclut la discussion en indiquant que le rapport sur les finances publiques sera envoyé aux Ministres des Finances, comme les années précédentes, après la procédure habituelle de correction éventuelle du texte.

VI. Autres questions relevant de la compétence du Comité

Nouveau réseau de téléconférence pour la concertation

M. Loehnis informe les Gouverneurs que les Suppléants ont accepté, lors de leur séance du 7 juillet, une proposition faite par les spécialistes et les usagers de la concertation, réunis sous la présidence de M. Dalgaard, en faveur d'un système conçu par une firme allemande. La Deutsche Bundesbank a été chargée de négocier au nom de tous les participants au réseau, sur la base du cahier des charges, ainsi que des conditions précisées par le "Groupe concertation" dans son rapport daté du 1er juillet 1986. Il a été également décidé d'abandonner le réseau No 2 dès que possible et de prévoir un raccordement de la Commission au nouveau réseau devant servir notamment lors des réalignements.

Le nouveau système de téléconférence, que tout le monde espère plus efficace que l'actuel, devrait être utilisé essentiellement par les cambistes pour leurs concertations quotidiennes, mais il sera également disponible pour les Gouverneurs pour des appels bilatéraux ou des conférences multilatérales.

VII. Date et lieu de la prochaine séance

La prochaine séance aura lieu à Bâle, le mardi 9 septembre 1986 à partir de 10 heures.

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

JUIN 1986

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

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

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

- affaiblissement du dollar EU qui a retrouvé approximativement le même niveau qu'au début de mai;
- positions pratiquement inchangées au sein du SME.

Le dollar EU a fléchi en juin, clôturant le mois en baisse de quelque 5% dans l'ensemble par rapport à la plupart des grandes monnaies. Les signes d'atonie continue de l'activité économique américaine ont donné à penser que les taux d'intérêt aux Etats-Unis baisseraient de nouveau même si le loyer de l'argent dans les autres pays ne s'affaiblissait pas et si les écarts de taux favorables se sont généralement rétrécis. Le repli du dollar a pu être contenu au cours de la période aussi longtemps que les opérateurs du marché des changes ont cru que les banques centrales interviendraient plus massivement si les pressions à la vente contre le dollar s'intensifiaient.

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

Au sein du SME, les positions relatives des monnaies participantes n'ont pratiquement pas changé.

Le deutsche mark s'est apprécié vis-à-vis du dollar EU et s'est légèrement raffermi par rapport aux autres monnaies du SME. Cependant, sa position au sein du système est demeurée relativement faible. Durant la seconde partie du mois, le franc suisse et le yen japonais se sont raffermis à l'égard de la monnaie allemande.

En dépit d'une baisse de sa rémunération, le franc français est resté ferme tout au long du mois de juin, grâce à un bon équilibre des opérations en devises de la clientèle française et plus encore en raison de la persistance d'un courant acheteur émanant de l'étranger. Constatant en tête du dispositif communautaire, le franc s'est trouvé en opposition avec la couronne danoise au cours de la seconde quinzaine du mois.

Le franc belge s'est très légèrement raffermi vis-à-vis de la plupart des monnaies, sauf en termes de deutsche mark à l'égard duquel il affiche cependant une décote minime.

Le florin néerlandais a maintenu sa position, un peu au-dessus du niveau inférieur de la bande étroite. La stabilité du florin a permis à la Nederlandsche Bank de reconstituer une partie des pertes de réserves encourues après le réaligement.

Durant la première partie du mois, la couronne danoise est restée à proximité du plancher de la bande étroite. A partir du milieu du mois, elle s'est encore affaiblie et a atteint sa limite d'intervention par rapport au franc français.

La livre irlandaise s'est nettement renforcée vis-à-vis du dollar EU et, dans une moindre mesure, à l'égard de la livre sterling, mais a perdu un peu de terrain dans la bande du SME. La Central Bank of Ireland a effectué des interventions dans les deux directions durant le mois. Elle a également réduit de 11 à 10,5% son taux d'avances à court terme, le 5 juin, puis à 10%, le 18 juin.

La lire italienne est demeurée à proximité du sommet de la bande étroite du SME. Après les achats d'intervention massifs des deux derniers mois, en juin, les achats d'intervention nets par la Banca d'Italia ont été beaucoup plus faibles, du fait en partie de la diminution des entrées de fonds consécutive à la baisse des taux internes.

La livre sterling a étroitement suivi, durant la majeure partie de la période, l'évolution des autres monnaies européennes à l'égard du dollar EU. L'optimisme suscité par les perspectives d'une nouvelle réduction des taux d'intérêt au Royaume-Uni a entraîné un léger fléchissement au début du mois, mais ce mouvement a été enrayé par la publication de chiffres indiquant une forte augmentation de la croissance de la masse monétaire en mai. Sur la base de son indice pondéré en fonction des échanges commerciaux, la livre n'a pratiquement pas varié au cours du mois, clôturant à 76,2.

La peseta espagnole s'est appréciée de 5% par rapport au dollar EU. Sur une base effective, elle s'est renforcée de 0,3% à l'égard des monnaies communautaires. Au cours de la dernière semaine de juin, la forte demande commerciale de fin de trimestre et de semestre, conjuguée avec l'apparition de pressions spéculatives d'origine externe, ont conduit à effectuer des interventions non plus positives mais négatives. Après les élections générales du 22 juin, des rumeurs faisant état sur le marché d'une dépréciation de la peseta ont entraîné de fortes pressions spéculatives avant la présentation du nouveau programme du gouvernement prévu pour la fin de juillet et ont fait monter les taux d'intérêt de l'europeseta au-dessus de 20%.

La drachme grecque s'est appréciée de 2,6% par rapport au dollar EU, mais a fléchi de 2,2% vis-à-vis de l'Ecu. Sur une base effective, la drachme s'est dépréciée de 1,1%.

L'escudo portugais a perdu 0,9% en termes de taux de change effectif. Par rapport au dollar EU, il a gagné 3,1% alors qu'il a fléchi de 1,6% vis-à-vis de l'Ecu.

Les tensions persistantes sur le marché monétaire du franc suisse, renforcées par les difficultés de fin de semestre, ont entraîné de nouvelles hausses des taux d'intérêt. Sur les marchés des changes, cette situation a donné lieu à une nouvelle augmentation du franc suisse, de 2,6% sur une base pondérée.

La couronne suédoise est demeurée du côté des monnaies fermes, en baisse légère toutefois par rapport à mai en raison de faibles sorties de devises; ce dernier mouvement doit être rapproché des entrées massives en mai, dues en partie à des anticipations d'une réévaluation de la couronne.

La couronne norvégienne a continué d'occuper la position ferme où elle est installée depuis la dévaluation du mois dernier, et les afflux de fonds se sont poursuivis.

Le dollar canadien a fluctué dans une fourchette relativement étroite par rapport au dollar EU durant le mois de juin, clôturant à \$EU 0,7234, soit pratiquement inchangé par rapport au niveau de fin mai. Les préoccupations relatives à l'élargissement du déficit des paiements courants du Canada et la poursuite du conflit commercial avec les Etats-Unis au sujet des importations de bois canadien ont continué d'affecter le dollar canadien au cours de la période sous revue. L'accroissement modeste de l'écart entre les taux du marché monétaire au Canada et aux Etats-Unis et l'intérêt affiché par les investisseurs étrangers pour les titres canadiens ont compensé les pressions à la baisse.

Le yen japonais s'est apprécié de 4,9% par rapport au dollar durant le mois. Malgré son fléchissement momentané dû au manque de dynamisme de l'économie japonaise reflété dans les chiffres du PNB du premier trimestre, il a ensuite continué de se raffermir en raison de la baisse des taux d'intérêt à long terme aux Etats-Unis, traduisant elle-même la détérioration de la situation de la dette extérieure du Mexique et la faiblesse des indicateurs économiques américains. Vis-à-vis des grandes monnaies européennes, le yen est également demeuré ferme.

II. INTERVENTIONS

a) Interventions en dollars EU

En juin, les achats nets de dollars des banques centrales se sont élevés à \$EU 4 milliards, contre \$EU 4,3 milliards en mai. Les achats bruts se sont chiffrés à \$EU 6,4 milliards et les ventes brutes à \$EU 2,4 milliards. Les principaux acheteurs nets de dollars ont été les banques centrales du Japon et de Norvège.

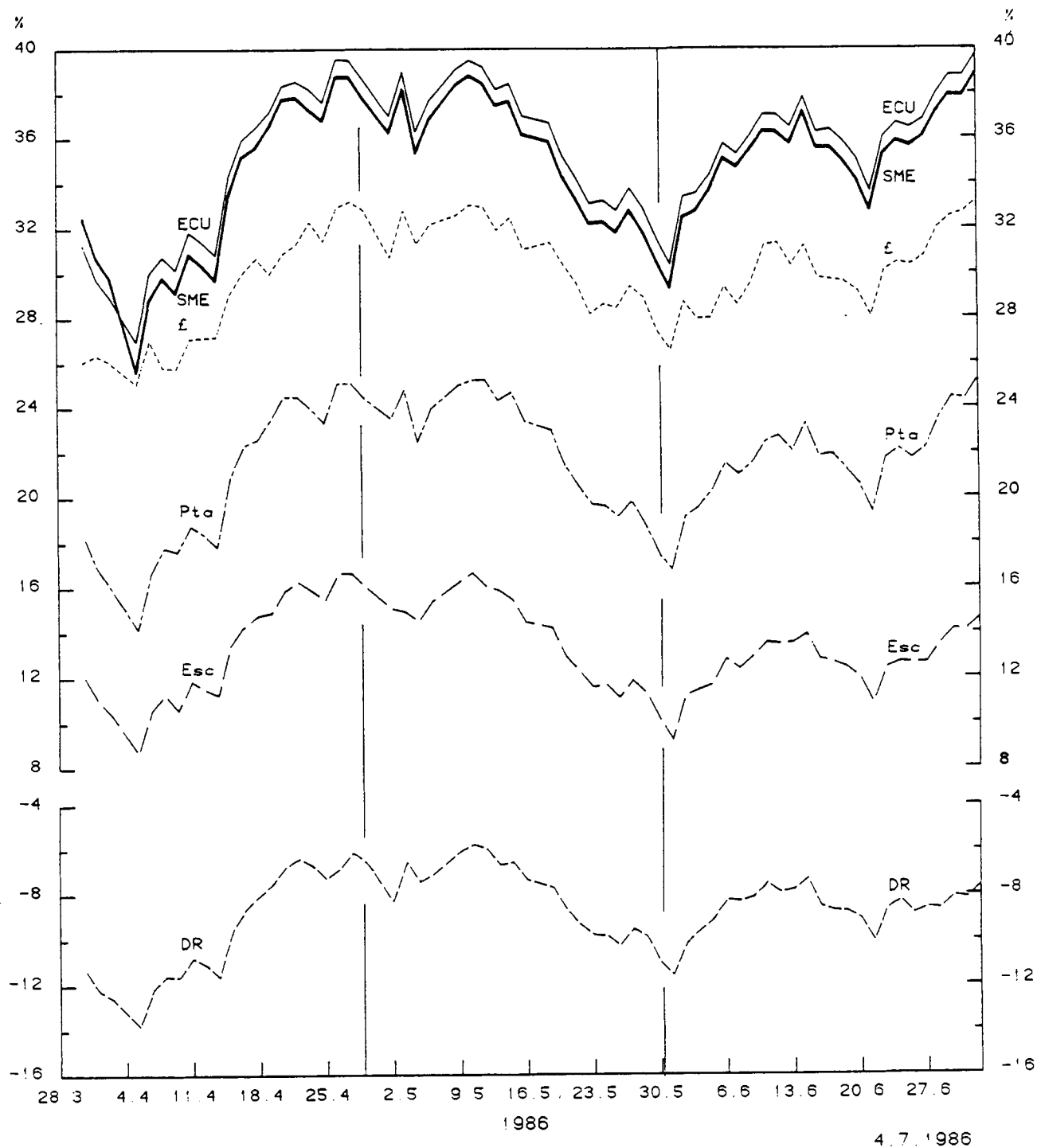
b) Interventions en monnaies communautaires

En juin, les interventions en monnaies du SME contre d'autres monnaies communautaires ont atteint au total l'équivalent de \$EU 1,9 milliard, sous la forme principalement de ventes et d'achats de deutsche marks à l'intérieur des marges par la Banca d'Italia et de ventes d'intervention à la limite du franc français contre couronnes danoises de la part de la Banque de France et de la Danmarks Nationalbank.

III. PREMIERS JOURS DE JUILLETS 1986

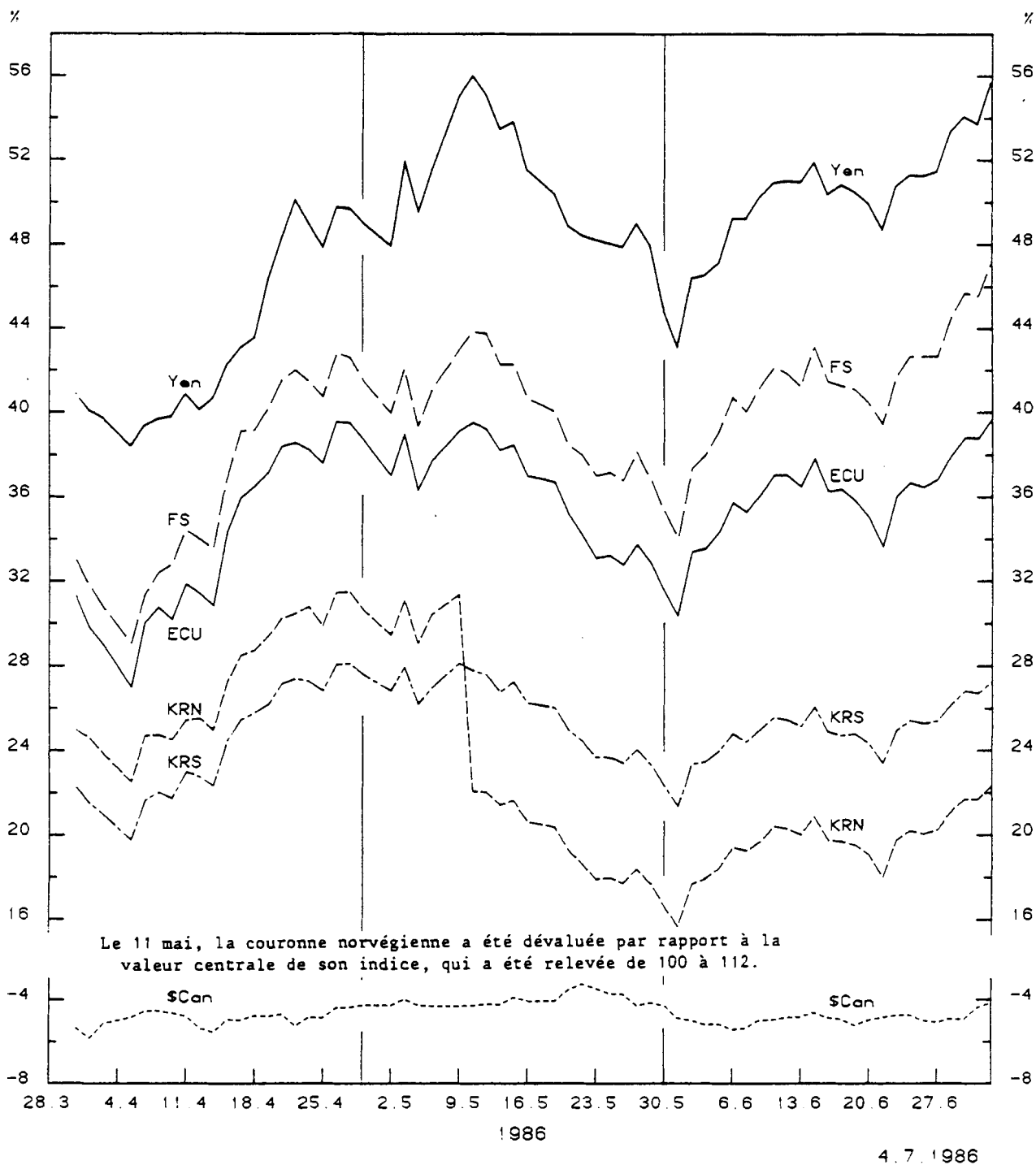
Durant les premiers jours de juillet, le dollar s'est encore affaibli par rapport à toutes les grandes monnaies, en raison de la publication de nouvelles données décevantes sur l'économie américaine. Au sein du SME, la situation a été pratiquement inchangée. La pression sur la peseta espagnole s'est réduite.

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 *



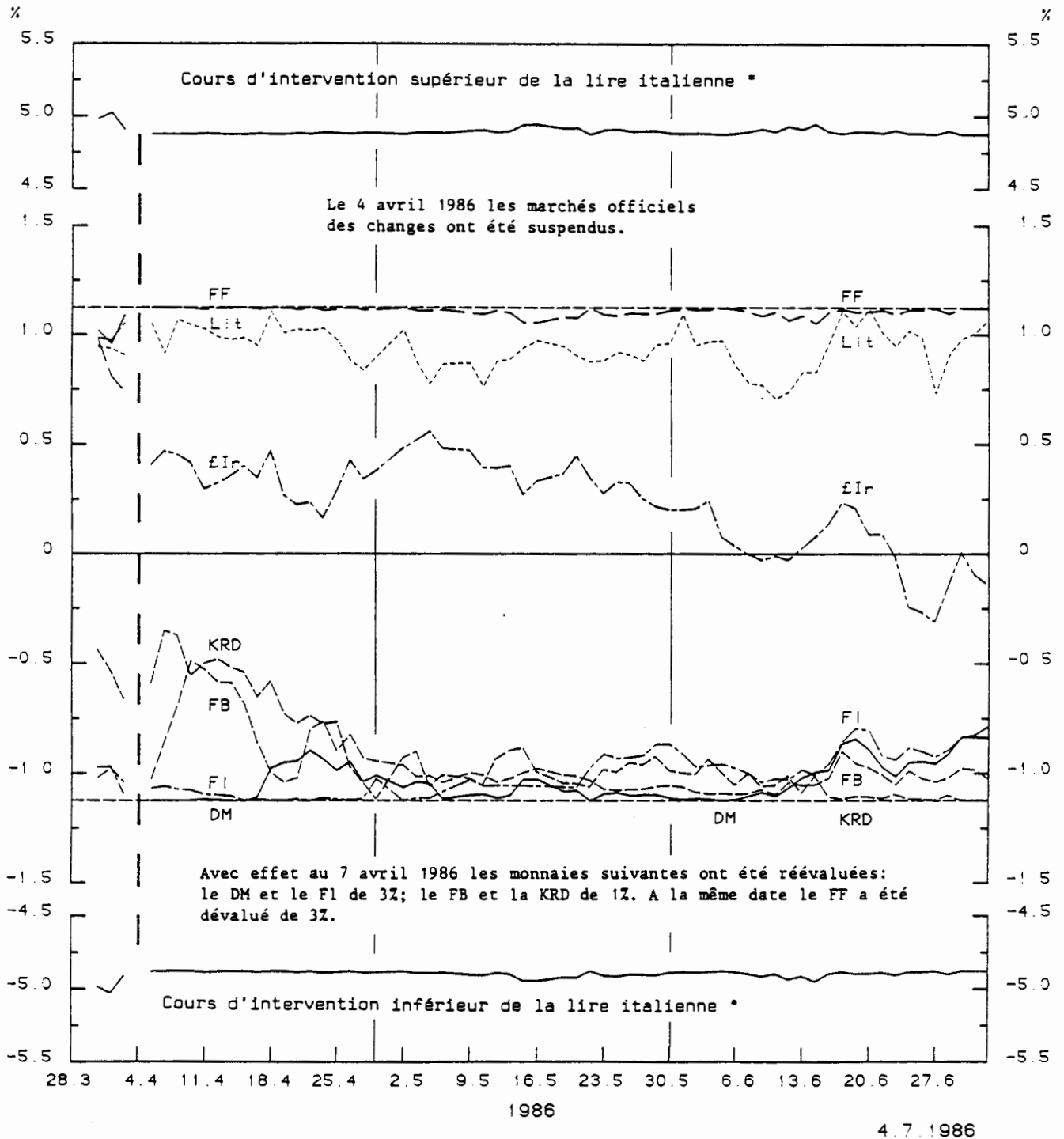
* Voir page suivante.

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 *



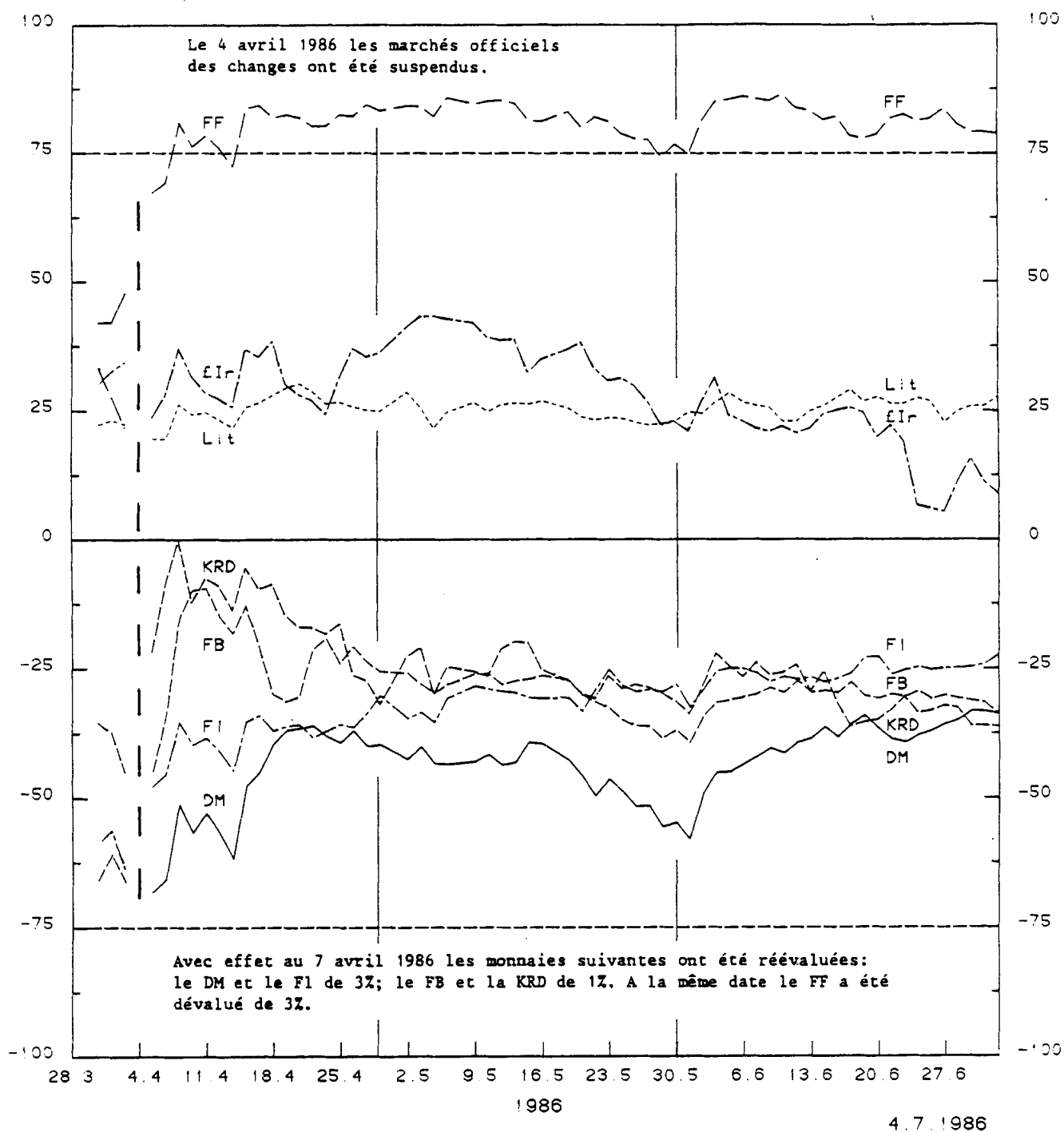
* ECU 0,708946; £ 0,8602; DR 128,4199; PTA 173,2995; ESC 169,7506; \$Can 1,32; FS 2,593; Yen 251,1503; KRS 8,985; KRN 9,0875; cours médian des monnaies participant au SME 0,71678. Le cours médian des monnaies participant au SME représente la moyenne journalière des cours des deux monnaies à marge de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



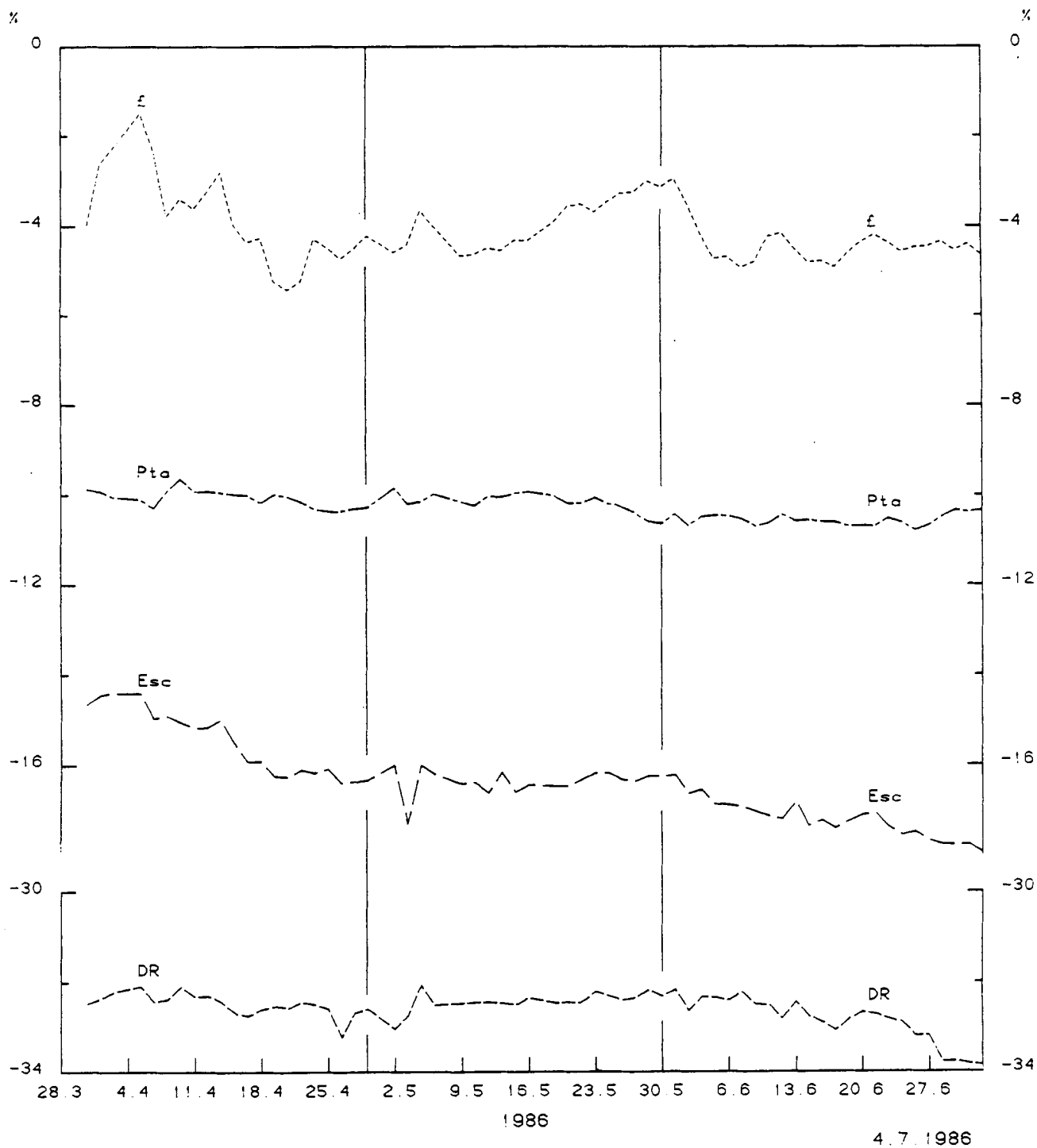
* Les cours d'interventions supérieur et inférieur de la lire italienne représentent l'écart maximal théorique par rapport à la monnaie la plus faible respectivement la plus forte dans la bande de fluctuation étroite de $\pm 2,25\%$.

EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE *



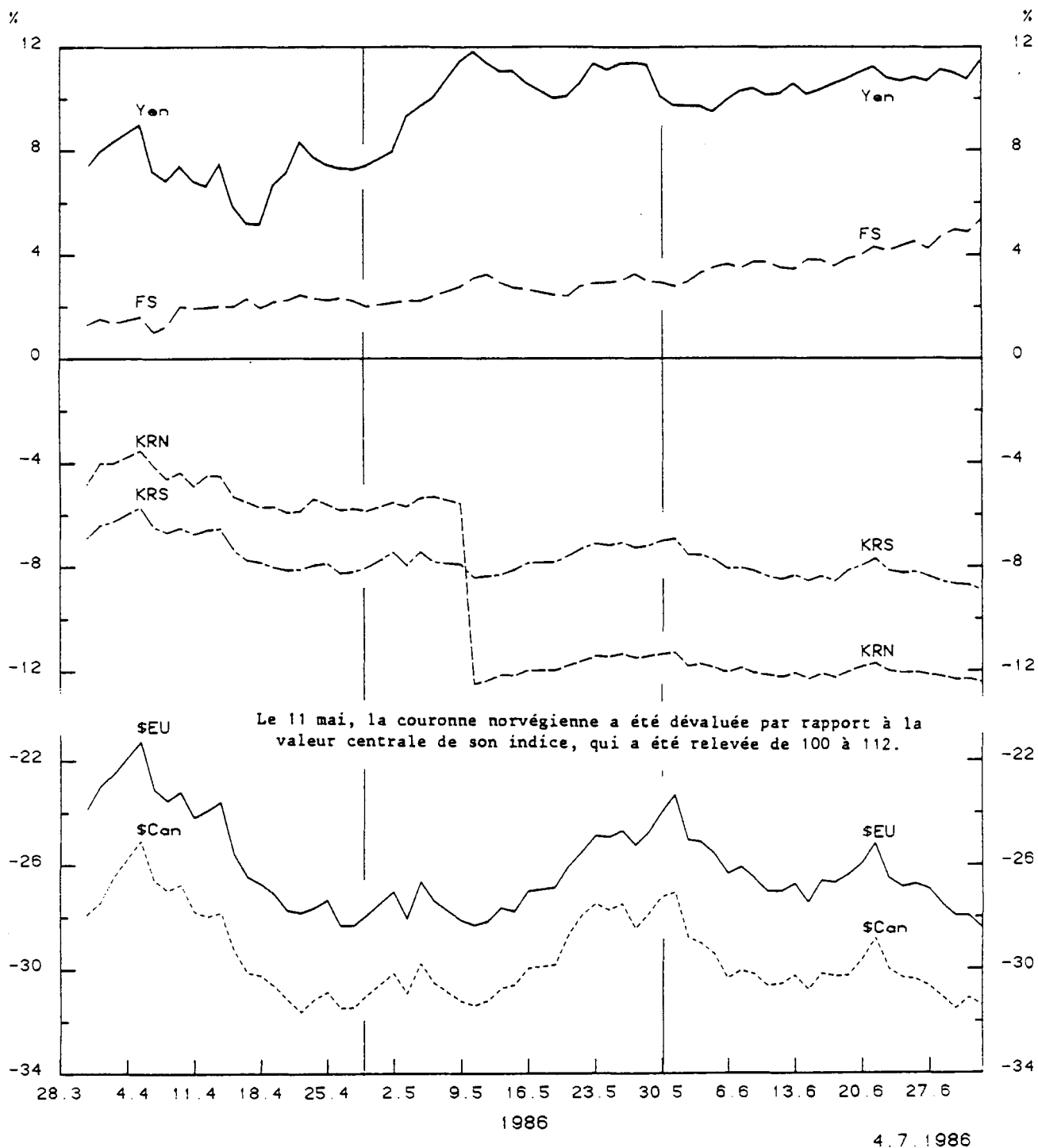
* L'indicateur de divergence a pour but de mesurer, sur une base comparable pour toutes les monnaies participant au mécanisme de change européen, la position d'une monnaie vis-à-vis de son cours-pivot ECU. L'écart maximal de divergence est le pourcentage maximal par lequel le cours de marché de l'ECU 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 MARCHE RELEVES
LE 31 DECEMBRE 1984 •



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

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



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