

PROCES-VERBAL *
DE LA 205e SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS
DES BANQUES CENTRALES DES ETATS MEMBRES DE LA
COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE
TENUE A BALE, LE MARDI 13 MAI 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 Boot; MM. Saldanha do Valle et da Costa Pinto, Directeurs du Banco de Portugal; le Président de la Commission des Communautés européennes, M. Delors, accompagné par MM. Mingasson et Vignon; le Secrétaire du Comité monétaire, M. Kees; le Directeur Général de l'Institut monétaire luxembourgeois, M. Jaans. Assistent en outre MM. Raymond et Dalgaard, Présidents de groupes d'experts. Le Secrétaire Général du Comité, M. Morelli, et son Adjoint, M. Bascoul, et MM. Scheller et Cook sont aussi présents, ainsi que MM. Bockelmann et Dagassan.

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

I. Approbation du procès-verbal de la 204e séance

Sous réserve de quelques amendements de caractère rédactionnel qui seront insérés dans le texte définitif, le Comité approuve à l'unanimité le procès-verbal de la 204e séance.

II. Echange de vues sur:

- le fonctionnement de la concertation intracommunautaire:
 - . présentation par M. Dalgaard du rapport concernant l'évolution sur les marchés des changes des pays participant à la concertation au cours du mois d'avril 1986 et des premiers jours de mai 1986,
 - . adoption par le Comité du rapport destiné aux Ministres des finances des pays de la CEE;
- le dernier réalignement

M. Dalgaard commente le rapport annexé au procès-verbal et souligne quelques éléments particuliers intervenus depuis le début d'avril, notamment le réalignement opéré durant le week-end des 5 et 6 avril, ainsi que les mouvements des taux de change et les importantes interventions qui l'ont suivi.

M. Loehnis indique que les Suppléants n'ont pas d'observations à présenter concernant le rapport mensuel sur les marchés des changes.

Le Président constate que le Comité approuve le rapport qui sera envoyé aux Ministres des Finances des pays de la CEE selon la procédure habituelle. Etant donné que c'est la première séance du Comité depuis la réunion d'Ootmarsum, quelques réflexions sur le réalignement peuvent être utiles: d'une part, on peut s'estimer satisfaits que l'ajustement ait été opéré sans créer de troubles sur les marchés des changes, d'autre part, on peut s'interroger, comme certains l'ont fait, sur la procédure suivie et notamment sur les significations, pour le mécanisme de change, de la suspension des obligations d'intervention et de la suppression du fixing.

M. Loehnis rappelle que les Suppléants se sont penchés sur ces sujets, le 7 avril, c'est-à-dire le lendemain du réalignement et qu'un résumé de la discussion a été distribué. Les Suppléants se sont posé essentiellement deux questions: en premier lieu, est-ce que la suspension des

obligations d'intervention appliquée le vendredi 4 avril (qui était de facto une suspension du mécanisme de change) était justifiée et appropriée? En second lieu, est-ce que les procédures de réaligement devraient être revues et éventuellement amendées? Les Suppléants ont répondu par l'affirmative à la première question et par la négative à la seconde. Ils ont estimé utile de maintenir une certaine flexibilité dans les procédures mais ils ont considéré qu'une dérogation aux règles, comme la suspension des obligations d'intervention, devrait être envisagée avec circonspection et que la suppression du fixing peut créer quelques problèmes dans certains Etats membres.

Le Président partage l'avis des Suppléants sur l'utilité de ne pas trop formaliser les procédures de réaligement et de conserver, dans ce domaine, souplesse et pragmatisme.

M. Duisenberg marque également son accord avec les conclusions des Suppléants. La procédure suivie, qui n'était pas interdite par les règles existantes, était appropriée. Il faut noter toutefois que le réaligement a coïncidé avec une réunion informelle du Conseil ECOFIN, ce qui a eu l'avantage d'assurer des délibérations calmes dans un cadre bien protégé des journalistes mais ce qui pourrait créer des anticipations à l'avenir lors des réunions informelles de ce type.

M. Camdessus remercie en premier lieu ses collègues pour leur très grande compréhension et leur rapide réaction lorsque, durant l'après-midi du jeudi 3 avril et par l'intermédiaire du Président du Comité, il a suggéré une procédure assez inhabituelle, en second lieu, les autorités néerlandaises et M. Duisenberg pour la manière très efficace avec laquelle ils ont opéré et ont réorganisé la réunion du Conseil informel. Il estime que les mouvements de capitaux qui ont suivi le réaligement - et que certains Gouverneurs jugent excessifs - constituent une justification de plus à avoir procédé de cette façon. En effet, si la spéculation avait eu libre jeu de se développer le vendredi 4 avril, le renversement des mouvements après le réaligement aurait été tout à fait insupportable.

III. Examen des politiques monétaires en vigueur dans les pays de la CEE et changements récents dans les procédures de contrôle monétaire, sur la base:

- du Rapport No 28 du groupe d'experts présidé par M. Raymond,
- de la Série mensuelle de statistiques

A. Exposé de M. Raymond

Le Rapport No 28 présente dans ses chapitres I et II et dans les Annexes I et II l'examen semestriel des politiques monétaires, tandis que le Chapitre III et l'Annexe III traitent de l'évolution récente des procédures de régulation monétaire.

1. Examen conjoncturel

Sauf en matière d'emploi et malgré la difficulté de mettre en place des mesures structurelles de redressement des finances publiques, les perspectives économiques s'améliorent dans les pays de la CEE. La croissance est plus prometteuse pour 1986 et sa reprise devrait s'accompagner d'une nouvelle baisse du taux d'inflation et devrait se produire sans compromettre l'équilibre extérieur. Les reculs simultanés du prix du pétrole et du cours du dollar accentuent globalement ces évolutions favorables. Cela est vrai, même si quelques pays gros producteurs d'énergie (le Royaume-Uni et les Pays-Bas) sont, dans l'immédiat, non directement bénéficiaires des variations des termes de l'échange.

Dans l'ensemble, la convergence des résultats économiques a tendu à s'améliorer entre pays membres, notamment en ce qui concerne l'évolution des coûts salariaux unitaires. Cette amélioration constante de la convergence durant ces dernières années a sans doute contribué à ce que la grille de parités établie en mars 1983 ait pu résister trois ans et cela en dépit d'amples fluctuations du dollar. Il n'empêche qu'à partir de novembre 1985, en liaison avec la baisse du dollar, des tensions se sont produites au sein du SME, entraînant des interventions intramarginales substantielles.

Réalisé à froid, le réalignement qui a pris effet le 7 avril est resté modéré en termes de taux de change pondérés. Il paraît bien adapté aux conditions économiques actuelles et, comme celles-ci semblent plus stables que précédemment, on peut penser que les nouvelles parités sont crédibles pour une assez longue période. Les marchés en ont pris acte et d'importants capitaux ont reflué, en particulier d'Allemagne. Les pays dont les monnaies ont été dépréciées par rapport au deutsche mark sont

confrontés au dilemme classique au lendemain d'une dévaluation, à savoir baisser les taux d'intérêt suffisamment pour ne pas attirer artificiellement les capitaux, mais pas trop pour ne pas compromettre la stabilisation interne, laquelle est rendue d'autant plus nécessaire par la dévaluation.

Les politiques monétaires appliquées au second semestre 1985 et au début de 1986 ont paru faire preuve de plus de souplesse. Dans l'ensemble, la liquidité a cru plutôt davantage qu'il n'était prévu et, sauf aux Pays-Bas peut-être qui ont resserré leur dispositif, cette évolution n'a entraîné au mieux que des mesures correctives partielles et parfois tardives. Au total, les déviations par rapport aux objectifs sont restées modestes et ont paru s'accorder avec un environnement économique plus propice qu'on ne le pensait et avec une croissance équilibrée et bien maîtrisée. Les taux d'intérêt nominaux ont baissé pendant la période sous revue mais, jusqu'au réalignement, ce ne fut pas le cas des taux réels en raison de la chute plus rapide du taux d'inflation, surtout dans les pays à monnaie faible au sein du SME. On peut donc penser que, sur ce plan, une certaine marge de manoeuvre existe du point de vue interne mais elle est limitée par les mouvements de capitaux que le marché déclenche spontanément.

2. Modifications récentes des procédures de régulation monétaire

a) Perturbations subies par les agrégats monétaires

Depuis 1983, l'innovation financière a progressivement contaminé les pays de la CEE, comme une sorte d'effet décalé de la crise et alors même que celle-ci tendait à s'atténuer. Ainsi les perturbations techniques se sont multipliées alors que, au contraire, les difficultés de formuler les choix de politique monétaire tendaient à se modérer. Plusieurs faits ont eu lieu avec une intensité et à des époques différentes selon les pays:

- l'introduction de produits financiers nouveaux qui troublent la définition habituelle de la vraie monnaie et la stabilité de la demande de monnaie;
- l'extension de la rémunération accordée à des taux de marché à des actifs liquides du fait soit de la déréglementation, soit de montages financiers; cette rémunération plus avantageuse provoque parfois des effets pervers en cas de relèvements des taux d'intérêt destinés à ralentir la progression des agrégats monétaires;
- une intégration internationale plus grande des marchés;

- un développement des techniques nouvelles de couverture des risques de taux d'intérêt.

Les réactions des autorités concernées ont été de plusieurs sortes : elles ont d'abord souvent consisté à redéfinir les statistiques monétaires en introduisant des agrégats plus larges. Elles ont consisté également à donner plus de poids, dans certains pays, aux variables de prix (taux d'intérêt, taux de change) dans l'interprétation de l'évolution des agrégats monétaires. Elles ont enfin conduit à observer avec plus d'attention les composantes du PIB. Dans les pays où les objectifs intermédiaires quantitatifs étaient en usage, ils ont continué à être utilisés en dépit de ces difficultés techniques mais d'une façon moins automatique.

b) Modifications des instruments de la politique monétaire

On constate, dans la plupart des cas, une tendance plus ou moins marquée au dépérissement des contrôles directs du crédit, des taux d'intérêt et peut-être aussi des transferts de capitaux. En conséquence, le réglage de la liquidité bancaire est devenu essentiel dans nombre de pays de la Communauté et il s'appuie de moins en moins sur le réescompte ou sur des relations bilatérales à taux fixes entre les banques et la banque centrale; au contraire, il s'appuie davantage sur la politique d'open-market. Il en résulte une plus grande souplesse des politiques monétaires, une plus grande rapidité de réaction des autorités monétaires, notamment au glissement des taux de change. Pour cette raison, le groupe d'experts considère que cela est globalement plutôt favorable à la stabilité du SME dans le long terme. Tout en étant conscient des difficultés que cela peut entraîner, le groupe est d'avis qu'il ne faut pas surestimer les risques associés à des conflits temporaires entre les objectifs d'ordre interne et les objectifs de taux de change.

B. Exposé de M. Loehnis

Les Suppléants se sont concentrés sur trois grandes questions qui pourraient justifier une discussion par les Gouverneurs.

En premier lieu, ils se sont demandé si l'orientation actuelle de la politique monétaire - qui d'après les experts "semble avoir été légèrement moins rigoureuse qu'envisagé initialement" - est compatible avec l'objectif de réduire davantage l'inflation. Le recul actuel de celle-ci

peut affaiblir l'attention portée à la lutte contre l'inflation, mais il est à noter que ce recul est dû en particulier à la chute des prix de l'énergie dont l'effet est unique, alors qu'une remontée de ces prix pourrait se produire à moyen terme. Dans ce contexte, il convient de se demander si le dépassement généralisé des objectifs monétaires (aussi bien dans les pays de la CEE que dans de grandes nations industrialisées en dehors de la Communauté) comporte des risques méritant un examen plus approfondi.

La deuxième question a trait au phénomène de substitution croissante, souligné par le groupe, les moyens indirects de contrôle monétaire prenant la place des moyens plus directs du passé. Cette évolution s'inscrit dans le cadre d'une libéralisation croissante des marchés financiers sur le plan interne et international et d'un démantèlement des restrictions de change qui rendent le contrôle direct du crédit moins efficace; elle a aussi été facilitée par la chute des taux d'inflation. Toutefois, le recours accru à des ajustements de taux d'intérêt dans la conduite de la politique monétaire entraîne inévitablement une plus grande instabilité des taux d'intérêt. En outre, la question se pose de savoir quels sont les instruments de politique monétaire les mieux adaptés à une situation de taux de change fixes et de conditions monétaires divergentes. A cet égard, certains Suppléants estiment que des circonstances pourraient réapparaître pour lesquelles un retour temporaire au contrôle direct du crédit pourrait être approprié et qu'aussi longtemps que les conditions monétaires doivent rester divergentes une suppression complète des moyens de contrôle direct serait prématurée.

La troisième réflexion a porté sur la question de la coordination des politiques monétaires. Tant que les divergences dans les éléments fondamentaux persistent, les pays membres doivent poursuivre des politiques monétaires plus ou moins restrictives. Toutefois, la poursuite d'objectifs de politique monétaire purement internes pouvant causer des tensions au sein du SME, il faut réaliser une coordination étroite des politiques monétaires ainsi qu'adapter le "policy mix" et, si nécessaire, procéder de temps en temps à des réalignements.

Enfin, les Suppléants ont suggéré quelques amendements spécifiques pour le texte du rapport, qui seront traités dans le cadre de la procédure écrite habituelle qui précède la transmission du rapport au Comité monétaire.

C. Discussion du Comité

M. Duisenberg observe que certaines considérations développées par les experts, notamment l'aspect positif d'un recours plus intensif aux mesures de régulation monétaire indirecte, axées principalement sur les taux d'intérêt (dernière phrase du rapport) et la nécessité de mener des politiques monétaires différenciées peuvent conduire à des conclusions divergentes. En effet, les anticipations de taux de change étant redevenues stables au sein du SME, les taux d'intérêt devraient être harmonisés si l'on veut éviter d'importants mouvements de capitaux déstabilisateurs. Or, la persistance de différences dans les données fondamentales, en particulier les politiques budgétaires, requiert une différenciation des politiques monétaires et conduit, dans certains pays, à un vrai dilemme entre les objectifs internes et externes. Tant que l'idéal d'une convergence complète n'est pas atteint, une certaine autonomie des politiques monétaires reste indispensable pour assurer la stabilité interne et une meilleure convergence. Dans cet esprit, certaines circonstances peuvent justifier l'utilisation de moyens de contrôle direct. Ainsi, tout en accueillant favorablement les projets de libéralisation des mouvements de capitaux que M. Delors doit commenter ultérieurement, il devrait rester possible, toujours dans certaines circonstances, de limiter le recours au crédit extérieur.

Il faut voir en outre que le contrôle monétaire n'a pas été partout de plus en plus axé sur les opérations d'open-market. En effet, il faut pour cela que la banque centrale intéressée dispose d'un portefeuille important de titres d'Etat. Aux Pays-Bas, par exemple, ce n'est pas le cas et la Nederlandsche Bank ne souhaite pas se doter d'un tel portefeuille, car cela reviendrait à accorder du crédit à l'Etat et à agir en sens contraire des objectifs de politique monétaire. Il y a là un aspect qui mérite à la fois un examen plus approfondi, portant notamment sur l'influence du choix des instruments de politique monétaire sur le fonctionnement du SME, ainsi qu'une modification du texte du Rapport No 28 pour bien préciser que les banques centrales n'ont pas atteint de conclusion définitive dans ce domaine.

M. Ciampi indique que, comme d'habitude, le rapport des experts est excellent et qu'il voudrait réagir plus particulièrement sur la constatation d'une tendance à s'appuyer de moins en moins sur les objectifs

quantitatifs et à utiliser de plus en plus des moyens de contrôle monétaire indirect au détriment des instruments directs classiques. Les avantages à long terme d'un tel processus apparaissent assez clairs mais le rapport n'évoque pas les conséquences possibles pour la politique monétaire d'un passage total à des instruments indirects et les avantages ou désavantages d'un recours temporaire à des méthodes directes dans des circonstances spéciales. Ainsi, en Italie, la poussée de spéculation qui s'est produite contre la lire en décembre 1985 et qui a entraîné un accroissement énorme des prêts bancaires en liras aurait pu être maîtrisée au moyen d'un relèvement des taux d'intérêt internes. Toutefois, le relèvement aurait dû être tel que le coût aurait été prohibitif, non seulement pour le Trésor (du fait de l'ampleur de la dette publique et de la forte proportion d'endettement à taux variable) mais aussi pour l'ensemble de l'économie. Il n'en reste pas moins que, hormis des circonstances exceptionnelles, la Banca d'Italia est déterminée à recourir, en règle générale, aux instruments de contrôle indirect.

Dans ce contexte, il est assez surprenant d'entendre que des Suppléants se sont posé la question de savoir si, dans les circonstances actuelles, des plafonds sur l'expansion du crédit permettraient de faire baisser les taux d'intérêt nominaux. Les situations entre les pays sont très variables et, par exemple, en Italie on ne connaît pas le problème néerlandais de l'absence d'un portefeuille de titres d'Etat permettant d'avoir une politique d'open-market active. En tout état de cause, il serait utile que les experts approfondissent tous ces aspects, soit dans leur prochain rapport ordinaire, soit dans une étude ad hoc; ils pourraient aussi voir si, dans certains pays, les règles en matière de capitalisation des banques fournissent de facto un moyen de contrôler les augmentations soudaines du crédit octroyé par les banques.

M. Ó Cofaigh indique qu'en Irlande, comme dans nombre d'autres pays, la politique monétaire a fait de plus en plus appel aux moyens d'intervention indirects. La progression du crédit et de la monnaie est faible et, de ce fait, il n'a pas été nécessaire d'émettre des orientations pour l'expansion du crédit. En revanche, le niveau élevé des taux d'intérêt nominaux, aussi bien que réels, a été une préoccupation importante, et l'objectif principal est précisément d'obtenir une décrue des taux d'intérêt. A cet égard, le résultat du réalignement a été plus satisfaisant pour l'Irlande

que pour d'autres partenaires. En effet, les reflux de capitaux ont été appréciables et ont contribué à la baisse sensible des taux d'intérêt qui, en un mois et en plusieurs étapes, a atteint 4 points pour le taux interbancaire à un mois et 2 1/4 points pour le taux des facilités à court terme de la banque centrale.

M. Camdessus présente quelques commentaires sur le dilemme entre les impératifs internes et externes et sur la régulation monétaire directe ou indirecte. Le dilemme vient d'être vécu d'une façon intense en France. A la suite de la dévaluation du franc français, qui finalement n'a été que d'environ 3,5%, les entrées de capitaux en France ont été de l'ordre de \$10 milliards. Ce chiffre impressionnant est à rapprocher du montant de \$6 milliards pour les sorties enregistrées depuis décembre 1985 et d'une diminution d'environ \$3 milliards en 1985 des avoirs en francs des non-résidents. Cet afflux a entraîné évidemment une réaction sous la forme d'une baisse de un point, pour l'instant, des taux d'intérêt. Le dilemme apparaît dès qu'on parle de la marge de manoeuvre supplémentaire éventuelle. En effet, à la différence de la situation au lendemain du réalignement de mars 1983, la Banque de France n'a pas d'objectif de reconstitution des réserves, le niveau de celles-ci étant considéré comme satisfaisant. En revanche, il existe un objectif de politique monétaire interne et, compte tenu des réactions de l'opinion publique en France, il importe d'être très prudent dans la poursuite de la baisse des taux d'intérêt, afin de ne pas décrédibiliser la politique monétaire. La baisse des taux nominaux sera fonction de la désinflation, et la marge de manoeuvre n'apparaît pas très grande pour les taux réels.

L'évolution vers un abandon complet du contrôle direct du crédit semble nécessaire, peut-être même inévitable, et bénéficie actuellement de circonstances assez favorables. Il n'y a pas là une attitude idéologique, mais plutôt la reconnaissance de tendances de fond rendant difficile la poursuite d'un contrôle monétaire direct. Parmi ces tendances, il faut citer le développement rapide des innovations financières et aussi le tassement assez net de la demande de crédit bancaire classique à cause de la désinflation et de la reconstitution très importante de la capacité d'autofinancement des entreprises. Pour ces raisons, le reliquat de contrôle direct du crédit, gardé à titre de filet de sécurité, devrait pouvoir être abandonné au début de 1987, à condition toutefois que les résultats

en matière d'inflation et de croissance monétaire seraient conformes aux perspectives actuelles. Une telle évolution est certainement favorable pour le fonctionnement de l'économie de marché en France; toutefois, d'une part, elle a comme contrepartie une plus grande prudence dans la désescalade des taux d'intérêt, d'autre part, elle n'exclut pas l'utilité de revenir à des mesures de type direct dans des circonstances un peu exceptionnelles.

M. Pöhl remercie M. Raymond et les experts pour leur rapport excellent et présente quelques observations. Le contrôle direct du crédit n'a jamais été vu avec faveur en Allemagne où on préfère agir sur les causes. Il est d'ailleurs très difficile d'appliquer un tel contrôle dans un pays qui n'a pas de restrictions de change comme l'Allemagne, mais peut-être est-ce plus facile aux Pays-Bas. Les innovations financières et l'internationalisation poussée des marchés jouent également contre les méthodes directes.

Le réalignement, qui a été globalement très réussi, a conduit à un résultat inhabituel, à savoir que le deutsche mark est fort face au dollar mais faible par rapport au franc français et à l'ensemble du SME. Une telle situation peut difficilement s'expliquer uniquement par le renversement des mouvements de capitaux, qui est traditionnel après un réalignement. En effet, la correction semblable a été vite achevée après le réalignement de mars 1983, ce qui tend à faire penser que d'autres facteurs jouent actuellement, notamment les différentiels de taux d'intérêt à l'intérieur du SME. Par exemple, le différentiel est d'environ 3 points entre l'Allemagne et la France et davantage avec l'Italie. Il est donc normal que les marchés exploitent une telle différence au moment où le risque de change a très largement disparu. Même si l'on peut penser que la situation se normalisera, sans doute plus lentement que les fois précédentes, certaines observations doivent être faites. En premier lieu, il serait souhaitable de réduire les différentiels de taux d'intérêt à l'intérieur du SME, ce qui signifie que les pays dont la contrainte externe a été éliminée et qui ont encore des taux élevés devraient viser à abaisser ceux-ci sans compromettre cependant les impératifs d'ordre interne. En deuxième lieu, la Bundesbank est actuellement privée d'une certaine marge de liberté, aussi bien en matière de politique d'intervention que de politique de taux d'intérêt. Ainsi, elle ne pourrait acheter des montants importants de dollars sans

créer des tensions au sein du SME (on pourrait dès lors se demander si les interventions ne devraient pas être réparties); de même, elle ne pourrait abaisser ses taux d'intérêt sans creuser les différentiels et exacerber les tensions. Par ailleurs, l'expansion monétaire s'est fortement accélérée durant ces derniers mois, en partie en liaison avec la situation de préraliement, ce qui ne milite pas en faveur d'une baisse des taux d'intérêt. Les taux du marché monétaire peuvent varier et varient en fait entre les deux extrêmes de 3,5%, taux d'escompte, et 5,5%, taux Lombard. Même sans un gros portefeuille de titres d'Etat, la Bundesbank opère un système efficace, souple, permettant une régulation fine, en utilisant divers moyens comme les prises en pension d'effets de banques ou les "repurchase agreement".

M. Hoffmeyer estime que l'attitude à l'égard des instruments directs tient largement au fait que les choix ne sont plus réels à l'heure actuelle. En effet, le marché réagit beaucoup plus fortement à l'application de contrôles directs sur certaines parties du système de crédit. D'autre part, il n'y a plus de compartiments étanches entre les sous-ensembles du système de crédit et, de ce fait, l'imposition de limites risque fort de tourner à l'échec. En ce qui concerne les actions sur le marché monétaire et le marché des capitaux, il faut voir que ces deux compartiments, court et long terme, sont de plus en plus réunis et qu'il importe finalement peu d'intervenir à un bout ou à l'autre. Par ailleurs, au Danemark, la banque centrale peut émettre ses propres titres et elle l'a effectivement fait; est-ce qu'il est impossible légalement d'en faire autant par exemple en Allemagne et aux Pays-Bas?

M. Godeaux rappelle que la Belgique a choisi depuis longtemps de ne pas avoir d'objectifs monétaires quantitatifs et de ne pas mettre en oeuvre des méthodes quantitatives de régulation de la création de monnaie. La confrontation au problème de la réconciliation des objectifs internes et des objectifs externes est en fait constante. En outre, le degré d'ouverture sur l'extérieur, qui est le plus élevé de la Communauté et probablement dans le monde, fait que la contrainte extérieure constitue une limitation importante aux méthodes employées pour la conduite de la politique monétaire et signifie que, dans la réalité, les objectifs internes sont subordonnés à la réalisation des objectifs externes. Les évolutions fort précisément décrites dans le Rapport No 28 sont très intéressantes et il semble inévitable que, dans la recherche d'une convergence accrue, le problème

de la réconciliation des objectifs internes et externes devienne de plus en plus aigu, jusqu'au moment où la convergence sera parfaite. C'est dans cette voie néanmoins qu'il faut progresser avec le maintien de certaines possibilités d'action pour faire face à des tensions ou circonstances exceptionnelles, comme celles que M. Ciampi a mentionnées.

M. Jaans se réfère aux remarques présentées par M. Loehnis et au risque que certains pays relâchent un peu leurs efforts, compte tenu des résultats économiques déjà obtenus. Dans ce contexte, il serait peut-être utile qu'à l'occasion du prochain rapport semestriel, une correction de l'effet du contre-choc pétrolier soit faite, c'est-à-dire que la politique monétaire pourrait être jugée en corrigeant l'inflation de l'effet de la baisse du prix du pétrole.

M. Duisenberg précise, à propos de la politique d'open-market, qu'aux Pays-Bas on utilise des techniques semblables (interventions à terme, prises en pension, swaps, etc.) à celles existant en Allemagne. Il relève un aspect un peu ironique dans le fait qu'en France, où demeure encore un contrôle des changes, on plaide pour l'abandon total de contrôle direct du crédit, alors qu'aux Pays-Bas, où il y a une entière liberté des mouvements de capitaux, on souhaite non pas appliquer un contrôle direct du crédit mais le garder dans l'arsenal des instruments. Il semble toutefois que le passage d'un système à l'autre se traduise en France par des taux d'intérêt plus élevés que si les contrôles directs avaient été maintenus, ce qui illustre les difficultés d'une période de transition. En ce qui concerne les problèmes à l'intérieur du SME, la dimension des économies en cause joue un rôle certain. Par exemple, des interventions d'environ 1 milliard d'Ecus liées à l'opposition entre le franc français et le florin affectent beaucoup plus les conditions monétaires des Pays-Bas que celles de la France.

Toutes ces considérations expliquent que, dans un pays comme les Pays-Bas qui n'a pas de restriction de change, il est utile de conserver la possibilité d'appliquer des mesures de contrôle direct du crédit.

M. Camdessus précise qu'il n'a pas plaidé pour la suppression des contrôles quantitatifs mais qu'il a annoncé celle-ci. Par ailleurs, une sorte de changement de religion semble se produire dans le SME. Auparavant, quand un pays dévaluait sa monnaie, on l'invitait à avoir un programme d'accompagnement aussi sévère que possible dans tous les domaines. Actuellement, on semble prôner des politiques d'accompagnement comportant des

politiques monétaires complaisantes, ce qui n'est pas acceptable pour la France. En effet, ce pays connaît encore une inflation de l'ordre de 3% (probablement davantage si on corrigeait de la baisse du prix du pétrole) et, par conséquent, les taux d'intérêt nominaux français doivent rester plus élevés que ceux des partenaires. Il semble d'ailleurs qu'un accord général existe à cet égard, illustré par la reconnaissance de la nécessité de mener des politiques monétaires différenciées.

Le Président fait observer que le rapport des experts ne fait peut-être pas grand cas des dépassements assez généralisés des objectifs monétaires. Ces dépassements ne sont probablement pas dramatiques et résultent en partie de réaménagements structurels intervenus dans les marchés financiers; il ne faudrait pas, toutefois, se complaire dans un confort fallacieux, car les pressions inflationnistes, masquées actuellement par l'environnement favorable, pourraient ressurgir à toute occasion propice. Il est donc utile de mettre à profit les rapports semestriels pour faire des pointages réguliers des politiques monétaires, de leurs résultats et de leurs orientations. Le problème de l'instabilité dans les agrégats monétaires, qui est présent dans plusieurs pays, est particulièrement aigu au Royaume-Uni où l'interprétation de l'évolution des agrégats est devenue difficile. Il semble toutefois que la forte progression de la liquidité puisse être interprétée comme un signe de confiance dans les actifs plus liquides. D'ailleurs, le taux de liquidité n'est pas actuellement nettement plus élevé que durant le début des années 1960, époque de forte inflation, et n'est peut-être pas trop préoccupant, compte tenu de la désinflation présente et de la comparaison avec le passé. Il serait utile que le "Groupe Raymond" se penche sur ces questions en plus des études déjà demandées par plusieurs Gouverneurs sur le choix des instruments de politique monétaire et son influence sur le fonctionnement du SME.

M. Raymond considère tout d'abord qu'il n'y a que des avantages à apporter des amendements au texte du rapport, en particulier s'ils annoncent des travaux futurs; ces amendements pourront être réglés dans le cadre de la procédure écrite habituelle avant la transmission du rapport au Comité monétaire. Les Gouverneurs, d'autre part, ont souhaité que le groupe d'experts se penche sur certains dilemmes. En premier lieu, le problème de caractère politique ou les conflits entre objectifs internes et externes, dont une des

manifestations est de savoir si les banques centrales doivent plutôt rapprocher les taux d'intérêt nominaux ou les taux d'intérêt réels. En second lieu, le dilemme de caractère technique tenant au choix entre instrument direct et indirect. Les experts pourraient établir un bilan technique des avantages et inconvénients de l'utilisation d'instruments directs, soit comme un élément permanent, soit comme un élément temporaire; ils pourraient aussi formuler un avis technique sur les limites éventuelles à la politique d'open-market, et ces travaux s'ajouteraient à la réflexion sur la convergence qui a déjà été demandée par le Comité.

M. Dini estime que, à moins d'erreurs de fait, le rapport des experts ne devrait pas être modifié, les vues ou appréciations des Gouverneurs étant reflétées dans le procès-verbal de la séance du Comité.

M. Duisenberg considère qu'il s'agit précisément d'une erreur de fait à propos de la position des Pays-Bas et qu'il proposera une légère correction du texte dans le cadre de la procédure écrite.

IV. Echange de vues sur les projets de la Commission concernant la libéralisation des mouvements de capitaux

Le Président rappelle que, lors de la séance de mars, le Président Delors avait annoncé un programme de la Commission en matière de libération des mouvements de capitaux et avait offert d'en parler au sein du Comité avant de le présenter aux Ministres. Les Gouverneurs ont reçu, avant la séance, une note (voir en annexe) relative à ce programme et se réjouissent d'avoir la primeur de celui-ci.

M. Delors remercie les Gouverneurs de l'occasion offerte de recueillir leurs avis dans un domaine difficile comportant des objectifs ambitieux. La note verbale qui a été exclusivement adressée aux Gouverneurs a été rédigée avec un double propos: d'une part, montrer en quoi la libération des mouvements de capitaux est absolument nécessaire et cohérente avec l'objectif central d'un grand marché intérieur, d'autre part, indiquer un projet d'agenda pour les travaux en 1986 et 1987 pour le Conseil des Ministres et, partant, le Comité des Gouverneurs et le Comité monétaire.

Avant d'aborder le programme de la Commission, M. Delors présente trois remarques préalables. Premièrement, la Communauté européenne est une

Communauté de droit et, par conséquent, il existe dans le Traité différentes dispositions, pas toujours très cohérentes, mais auxquelles tel pays ou tel Conseil peut se référer pour provoquer une décision qui n'aurait pas été auparavant mûrement réfléchi par les deux Comités. Deuxièmement, à côté du droit il y a les réalités: en d'autres termes, les propositions n'auront pas d'effets mécaniques pour les 12 pays membres puisqu'il faudra tenir compte des situations économiques, c'est-à-dire que, dans certains pays, des clauses de sauvegarde seront maintenues ou des mécanismes financiers seront utilisés pour aider la convergence. Troisièmement, la libération des mouvements de capitaux poussée à son terme posera des problèmes assez délicats d'harmonisation, notamment en ce qui concerne la fiscalité des instruments financiers et peut-être la réglementation bancaire, et des problèmes de coopération plus étroite entre les politiques monétaires.

M. Delors expose ensuite brièvement la situation juridique actuelle, la situation des différents Etats membres par rapport au droit communautaire et la stratégie globale progressive et réaliste.

Le droit communautaire, non seulement le Traité mais les Directives de 1960 et 1962, prévoit l'obligation pour les pays de libérer leurs mouvements de capitaux, à l'exception des transactions sur le marché monétaire et des crédits à court terme, des cautionnements et autres garanties liés aux prêts financiers et de la constitution de dépôts en devises. Les opérations de termaillage ne sont pas couvertes par le droit communautaire; selon l'avis de la Commission, elles devraient devenir entièrement possibles au terme du processus de libération.

La situation des différents Etats membres est comme suit: l'existence d'un double marché des changes en Belgique est prévue par le Traité et ne fait donc pas l'objet d'une clause de sauvegarde. Pour le reste, six Etats membres appliquent pleinement le droit communautaire et même vont au-delà. Les six autres pays ont des régimes dérogatoires, quatre sur la base des clauses de sauvegarde de l'article 108 du Traité - la France, l'Irlande, l'Italie et la Grèce - et deux en application des Traités d'adhésion - l'Espagne et le Portugal. Ces clauses ont des échéances qui vont de décembre 1986 à décembre 1992 (Portugal). Au fur et à mesure des progrès dans la libération des mouvements de capitaux, certains pays maintiendront ces clauses et il y aura donc pratiquement une libération à deux vitesses.

La stratégie progressive pourrait comporter deux phases. Dans un premier temps, on supprimerait les anciennes clauses de sauvegarde et on confirmerait la libération des opérations de la liste C, à l'exception des prêts financiers. Des propositions dans ce sens pourraient être examinées par le Conseil ECOFIN, le Comité des Gouverneurs et le Comité monétaire dès le second semestre 1986. La seconde phase consisterait à libérer les opérations de la liste D, essentiellement transactions sur le marché monétaire, prêts financiers et constitution de dépôts en devises à l'intérieur et à l'extérieur. Une proposition pourrait être étudiée durant le second semestre 1987 et les opérations de termaillage pourraient être ajoutées. A tout moment, des dérogations pourraient être accordées en application, soit de l'article 108 (difficultés de balance des paiements) soit de l'article 73 (difficultés sur les marchés internes des capitaux), soit d'une clause de sauvegarde spécifique convenue dans la nouvelle Directive.

Parallèlement à ce travail technique de propositions en deux étapes, la Commission souhaiterait engager, avec le concours des deux Comités, une réflexion prospective sur les problèmes que pose, à son stade final, la libération des mouvements de capitaux. Dans cet esprit, quatre questions mériteraient d'être étudiées.

Premièrement, est-ce que la libération complète des mouvements de capitaux est une condition suffisante de la libre prestation des services financiers dans la Communauté? On touche là des éléments tels que le droit d'établissement des banques, les règles prudentielles, la protection des épargnants, le calendrier des émissions, etc.)

Deuxièmement, est-ce que cette libération des mouvements de capitaux modifiera les circuits de financement au sein de la Communauté? Par exemple, est-ce que les capitaux, dans une sorte d'allocation optimale des ressources, iront des pays dont la situation est saine et prospère vers ceux où elle l'est moins et est-ce que les petites et moyennes entreprises bénéficieront de meilleures possibilités de financement qu'aujourd'hui?

Troisièmement, est-ce que les règles de la coopération monétaire devront être modifiées étant donné qu'au stade final il y aura un problème Communauté versus extérieur qui reproduira, à un échelon plus élevé, les dilemmes actuels entre objectifs internes et externes.

Quatrièmement, quelle sera l'ampleur de la souveraineté communautaire dans les relations avec les pays tiers? La Commission a dès à présent proposé que la Communauté négocie globalement avec le Japon pour ce qui est de l'ouverture du marché japonais et de l'internationalisation du yen. Certains pays membres étaient opposés ou réservés à l'égard de cette approche mais ne faut-il pas dès maintenant se donner des habitudes permettant de traiter globalement avec les autres grands ensembles?

Le Président remercie M. Delors pour son exposé dont le contenu nécessite une réflexion approfondie, à tête reposée, mais dont l'objectif, l'accélération du processus de libéralisation des mouvements de capitaux, doit certainement être appuyé.

M. Pöhl indique qu'il faudra revenir plus en détail sur les projets exposés par M. Delors et il remercie ce dernier d'en avoir donné la primeur aux Gouverneurs. A ce stade, on peut dire que ces projets méritent d'être appuyés. En effet, la libération des mouvements de capitaux est aussi importante que celle des biens et services. En outre, il est important que les petites et moyennes entreprises puissent trouver les capitaux nécessaires partout, alors que cela est souvent réservé aux grandes entreprises. Enfin, la libération des mouvements de capitaux est un des préalables au développement ultérieur du SME. Deux aspects méritent d'être soulignés. Tout d'abord, la manière dont le marché des capitaux communautaire intégré va s'insérer dans le reste du monde, notamment à l'égard du dollar et du yen. Il ne faut pas créer en effet un ghetto européen qui constituerait une régression et qui ne serait d'ailleurs pas possible et acceptable pour l'Allemagne, étant donné que le deutsche mark est déjà une monnaie internationale. Ensuite, l'importance de la coopération entre les banques centrales deviendra cruciale en liaison avec les mouvements de capitaux qui tendront à s'accroître davantage, alors qu'ils créent déjà bien des problèmes. Toutefois, sur la base de l'expérience développée dans ce domaine et moyennant des efforts continus, la coopération devrait permettre de faire face à la situation à l'avenir.

M. Camdessus est d'accord avec M. Pöhl pour remercier le Président de la Commission à la fois pour la qualité des propositions avancées et pour la procédure qu'il a choisie. Il est clair que la libération des mouvements de capitaux se fera à frontières ouvertes, c'est-à-dire sans cordon sanitaire

avec l'extérieur, et qu'il faudra donc s'habituer avec des flux très importants, mais cela vaut la peine de prendre le risque. L'étude prospective relative aux implications de l'intégration financière devrait prendre en considération les deux points ci-après. Tout d'abord, les liens ou le parallélisme entre le programme de libération des mouvements de capitaux et le développement et l'approfondissement du SME. D'autre part, la nécessité également d'un parallélisme entre la coordination plus étroite des politiques monétaires et le renforcement de la coordination des politiques fiscales. Ce dernier domaine est très important et devrait faire l'objet de développements substantiels dans l'étude d'ensemble que les Ministres devraient entamer à l'automne prochain.

V. Autres questions relevant de la compétence du Comité

Il n'y a pas eu d'autres questions.

VI. Date et lieu de la prochaine séance

Le Président rappelle qu'en raison de l'Assemblée générale de la BRI et comme il est de tradition, la prochaine séance du Comité se tiendra le lundi 9 juin 1986 à 10 heures, juste avant cette Assemblée générale; elle sera limitée aux questions de routine, c'est-à-dire approbation du procès-verbal, adoption du rapport "concertation", et le cas échéant une autre question. Le rapport "concertation" sera préparé par les experts lors de leur réunion du lundi à 8 h 30 et sera soumis exceptionnellement directement aux Gouverneurs, les Suppléants n'ayant pas le temps nécessaire pour se réunir.

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

AVRIL 1986

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

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

- Les développements les plus marquants ont été constitués par:
- le réalignement des monnaies du mécanisme de change européen opéré, à compter du 7 avril 1986, sans tensions excessives;
 - un nouveau et vif repli du dollar vis-à-vis du yen et des monnaies européennes;
 - la poursuite du mouvement de baisse des taux d'intérêt directeurs des banques centrales des Etats-Unis, du Japon et de plusieurs pays européens.

En avril, le dollar EU a repris sa tendance à la baisse; il a perdu 5% dans l'ensemble par rapport aux monnaies européennes et 6% à l'égard du yen, vis-à-vis duquel il a enregistré ses niveaux les plus bas. Sous l'effet de quelques opérations de couverture de positions à découvert en dollars à l'approche du Sommet de Tokyo, il a clôturé le mois légèrement au-dessus de ses minimums. Les opérateurs des marchés de

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

change ont continué, pendant le mois, de redouter que le manque de ressort de l'activité économique aux Etats-Unis et la faiblesse des résultats de la balance commerciale maintiennent une pression à la baisse à la fois sur les taux d'intérêt américains et sur le dollar. Par la suite, tandis que les taux d'intérêt à long terme poursuivaient leur repli jusqu'au milieu du mois, un affaiblissement de la demande étrangère de placements en titres américains a concouru à un recul des cours, si bien que, dans l'ensemble, les rendements des obligations étaient peu changés en fin de mois. Il ne semble pas que le dollar ait été directement affecté, sur les marchés de change, par la réduction d'un demi-point du taux d'escompte par la Réserve fédérale, avec effet du 21 avril; cette réduction n'a fait qu'aligner le taux officiel sur le taux du marché monétaire et elle était largement anticipée.

Le réalignement des monnaies du mécanisme de change européen a eu lieu durant le week-end des 5 et 6 avril 1986 et pendant le vendredi précédant les banques centrales ont suspendu les cours d'intervention obligatoires, ce qui a probablement permis d'éviter d'importantes interventions. Les nouveaux cours-pivots bilatéraux ont résulté des modifications suivantes:

- deutsche mark et florin néerlandais:	+ 3%
- franc belge et couronne danoise:	+ 1%
- livre irlandaise et lire italienne:	0%
- franc français:	3%

Comme d'habitude après un réalignement, les cours du marché ont moins varié que les cours-pivots, ce qui a entraîné des modifications importantes dans les positions des monnaies à l'intérieur du système. En particulier, le deutsche mark et le florin néerlandais se sont déplacés du sommet vers le bas de la bande communautaire, tandis que la livre irlandaise s'est redressée du plancher nettement au-dessus du milieu de la bande. A la suite de ces mouvements, le deutsche mark et le florin néerlandais ne se sont appréciés que d'environ 3% par rapport au franc français et sont restés à peu près inchangés ou même en léger recul vis-à-vis des autres monnaies.

A la suite du réajustement monétaire, les devises du mécanisme de change ont enregistré les évolutions spécifiques ci-après.

Le deutsche mark a été coté pendant un certain temps à sa limite inférieure par rapport au franc français et a dû être soutenu au moyen d'interventions massives. En outre, des achats importants de deutsche

marks ont été effectués à l'intérieur des marges par la Banca d'Italia et la Banque Nationale de Belgique. Plus tard dans le mois, la monnaie allemande a pu améliorer sa position, mais elle se tenait encore, à la fin de la période sous revue, près de sa limite d'intervention inférieure à l'égard du franc français, ce qui a été un facteur militant contre toute nouvelle baisse des taux d'intérêt.

Le franc français a été particulièrement recherché; il s'est inscrit en tête du dispositif de change, en opposition tout d'abord avec le deutsche mark et ensuite avec le florin néerlandais. A la suite de la réduction de 3/4 de point à 7,5%, en deux étapes, du taux d'intérêt directeur de la banque centrale, les taux se sont inscrits en baisse sur le marché monétaire, tandis que ceux de l'eurofranc revenaient, dès le 8 avril, au niveau des taux internes.

Le franc belge s'est raffermi, ce qui a permis à la Banque Nationale de Belgique de réduire sensiblement les taux d'intérêt et de procéder à des achats importants de devises.

Le florin néerlandais a clôturé près du plancher de la nouvelle bande du SME. Au cours du mois, il a pris la place du deutsche mark comme monnaie la plus faible du système et a dû être soutenu à sa limite d'intervention vis-à-vis du franc français par des interventions qui ont atteint des montants considérables. Cette évolution a entraîné un certain raffermissement des taux d'intérêt à court terme.

La couronne danoise a reculé à un niveau proche du plancher de la bande étroite. Les taux d'intérêt à court terme ont été maintenus à un niveau élevé. Comme les importations privées de capitaux n'ont pas été suffisantes pour couvrir le déficit des paiements courants, la Danmarks Nationalbank est intervenue pour fournir au marché les devises nécessaires.

La livre irlandaise s'est établie nettement au-dessus du point central de la nouvelle bande de fluctuation, sous l'effet de rentrées de fonds modérées. Le 8 avril, la Central Bank of Ireland a abaissé de 1 1/4%, à 12 1/2%, son taux sur les avances à court terme.

La lire italienne s'est située près du sommet de la bande étroite de fluctuation durant tout le mois. La Banca d'Italia a continué de reconstituer ses réserves officielles en procédant à d'importants achats de deutsche

marks. Le 25 avril, le taux d'escompte a été abaissé de 1 point à 13%.

La livre sterling s'est appréciée par rapport à un dollar, lui-même faible, mais elle n'est pas parvenue à progresser au même rythme que les autres monnaies européennes, en raison de la réapparition de rumeurs, après le réaligement monétaire, faisant état de l'entrée imminente de la livre dans le mécanisme de change du SME. La remontée de la livre a également été freinée par la réduction des taux d'intérêt (les taux de base des "clearing banks" ont été abaissés de 1 point à 10,5%, en deux étapes). D'un mois à l'autre, l'indice pondéré de la livre sterling est demeuré pratiquement inchangé (76,5).

La peseta espagnole a atteint le 29 avril son plus haut niveau à l'égard du dollar depuis le début de mai 1983 (138,39) et s'est établie en fin de mois à 139,097 (les deux chiffres sont des cours du fixing). Tout en s'appréciant de 6 et 2,1% respectivement contre le dollar EU et le franc français, elle a perdu 1 1/4% en moyenne vis-à-vis des autres monnaies du SME. En termes effectifs, la peseta est restée à peu près inchangée par rapport aux monnaies de la Communauté. L'ampleur des interventions à la vente de la Banque d'Espagne a reflété, au moins en partie, l'importance des achats des banques commerciales réalisés en couverture de ventes à terme liées à d'importants paiements anticipés effectués au cours du mois. Ces opérations de couverture au comptant ont en fait été libéralisées en avril, d'où un transfert de devises des réserves de la banque centrale vers les banques commerciales.

La drachme grecque s'est revalorisée de 4,4% contre le dollar EU, mais elle a perdu 0,3% vis-à-vis de l'Ecu et 0,2% en termes effectifs.

Le taux de change effectif de l'escudo portugais a été dévalué de 0,9% en avril, conformément au programme précédemment annoncé par le gouvernement. Pendant le mois, l'escudo s'est déprécié de 2% vis-à-vis de l'Ecu, tandis qu'il a progressé de 4,2% par rapport au dollar.

En liaison avec le réaligement monétaire, le franc suisse a été soumis à quelques fluctuations vis-à-vis des monnaies du SME. Il s'est stabilisé par la suite et son cours contre le deutsche mark est revenu à son niveau du mois de mars. La baisse du dollar EU a constitué le principal facteur de l'augmentation de 2,2% de l'indice pondéré.

Grâce à des entrées de capitaux liées principalement à des exportations, la couronne suédoise est demeurée ferme en termes effectifs, ce qui a permis à la Sveriges Riksbank d'abaisser le taux d'escompte de 8,5 à 8%.

La couronne norvégienne a été faible durant la majeure partie du mois et est restée proche de sa marge de fluctuation fixée par rapport à son indice, sous l'effet d'une nervosité croissante du marché en prévision d'une dévaluation de la monnaie.

Le dollar canadien s'est raffermi durant le mois par rapport au dollar EU pour clôturer à \$EU 0,7264, soit une augmentation de 1,4%. L'intérêt manifesté à l'étranger pour les titres libellés en dollars canadiens et la conversion du produit d'emprunts en devises ont été les principaux facteurs de soutien du dollar. Ces gains ont été réalisés bien que les écarts entre les taux d'intérêt à court terme pratiqués au Canada et aux Etats-Unis, qui sont favorables aux placements en dollars canadiens, aient diminué d'environ 1 point de pourcentage. Ces écarts sont cependant restés relativement larges, s'établissant à la fin du mois aux alentours de 2 1/4%.

Le yen japonais s'est apprécié de 6,9% contre le dollar EU au cours du mois. Après s'être maintenu aux alentours du niveau de Y 180 durant la première quinzaine, il s'est vivement raffermi pendant la seconde, en raison principalement de la baisse des taux d'intérêt à long terme aux Etats-Unis. Le yen a été momentanément coté au niveau record de Y 166,65 le 24 avril et s'est apprécié quelque peu à l'égard des principales monnaies européennes.

II. INTERVENTIONS EN DOLLARS

Les interventions en dollars, qui avaient atteint en mars un montant de ventes nettes de \$EU 0,6 milliard se sont soldées, en avril, par un montant d'achats nets de \$EU 2,2 milliards, soit \$EU 6,9 milliards d'achats bruts et \$EU 4,7 milliards de ventes brutes. Les principaux achats nets de dollars ont été réalisés par les banques centrales du Japon, du Canada et du Royaume-Uni. Les cessions nettes les plus notables ont été effectuées par les banques centrales de Norvège et d'Espagne.

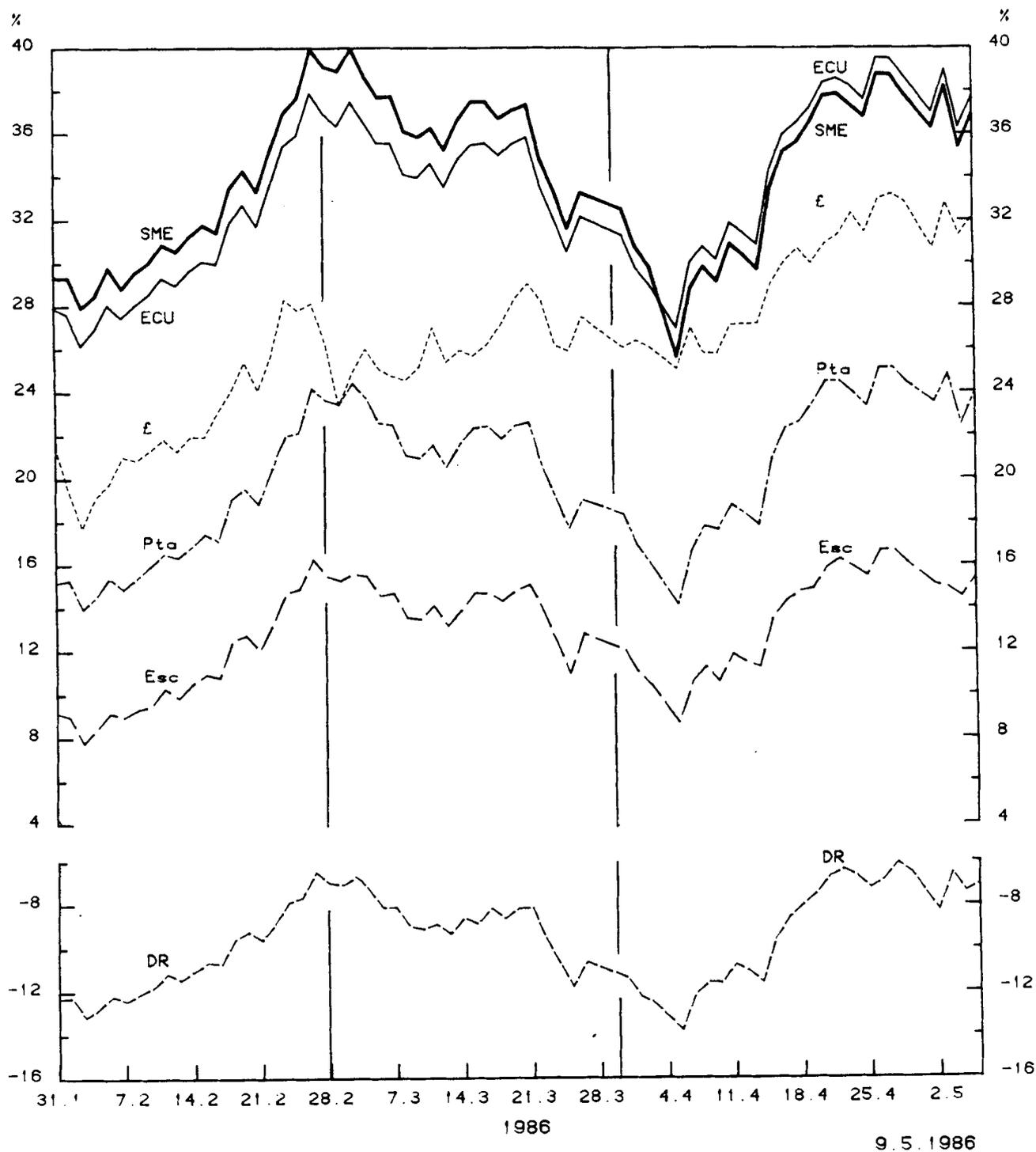
III. INTERVENTIONS EN MONNAIES COMMUNAUTAIRES

Le montant brut d'interventions en monnaies communautaires s'est élevé à l'équivalent de \$EU 13,7 milliards dont l'essentiel a été effectué à la limite. Les interventions opérées avant le réaligement du 6 avril ont été constituées pour l'essentiel par des achats nets de deutsche marks effectués par la Banca d'Italia et la Banque de France. Après le réaligement, les principales interventions ont été réalisées par la Banque de France, qui a acheté aux limites des deutsche marks et à un degré moindre des florins néerlandais, ainsi que par la Banca d'Italia et la Banque Nationale de Belgique qui ont acheté des deutsche marks à l'intérieur des marges.

III. PREMIERS JOURS DE MAI 1986

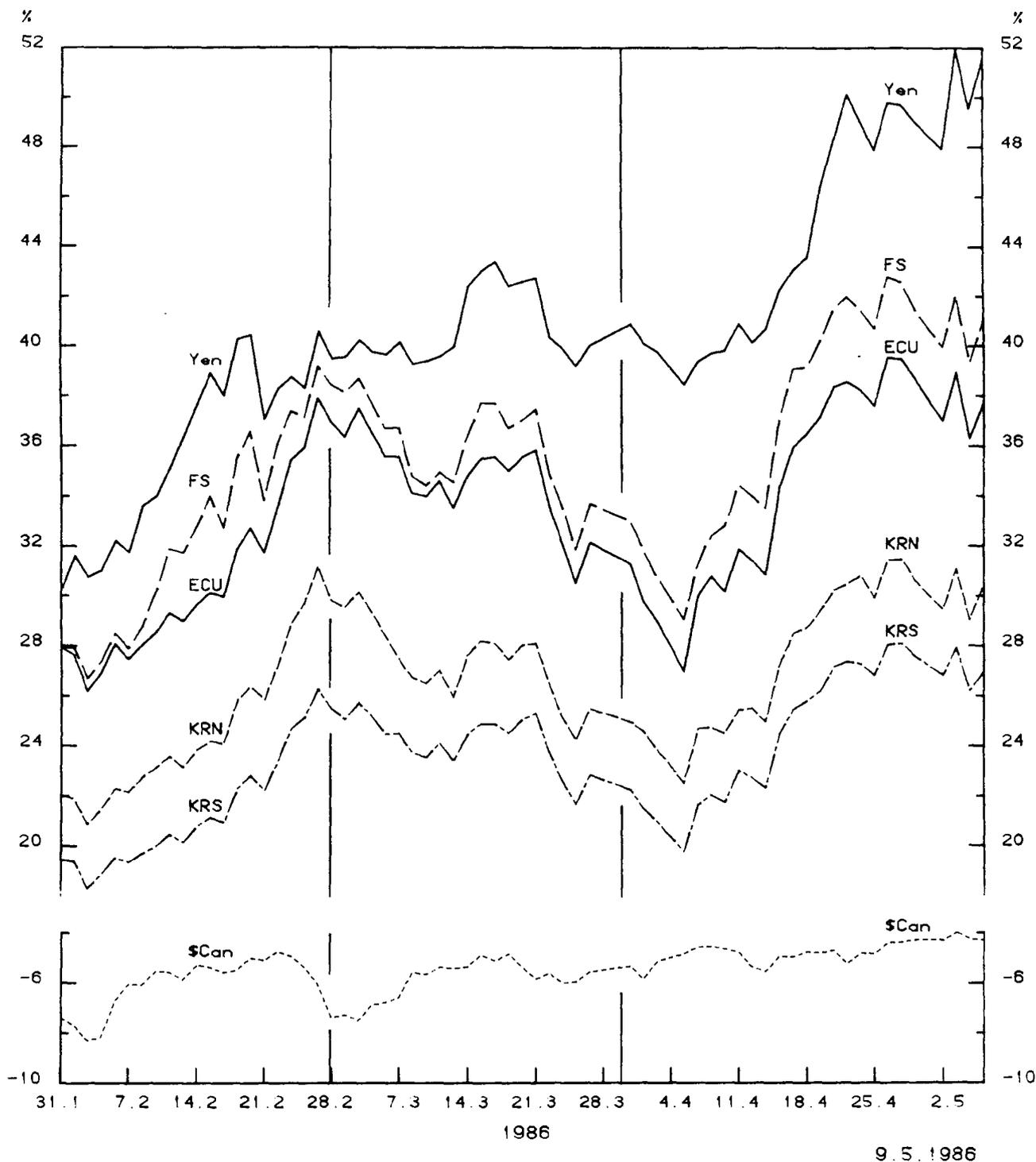
Le dollar EU a continué d'enregistrer des fluctuations quotidiennes dont le résultat a été une nouvelle dépréciation vis-à-vis du yen et un niveau inchangé par rapport à la plupart des autres monnaies. La couronne norvégienne a été dévaluée le 11 mai par rapport à la valeur centrale de son indice, qui a été relevée de 100 à 112, la marge de fluctuation restant égale à $\pm 2 \frac{1}{4}\%$.

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 *



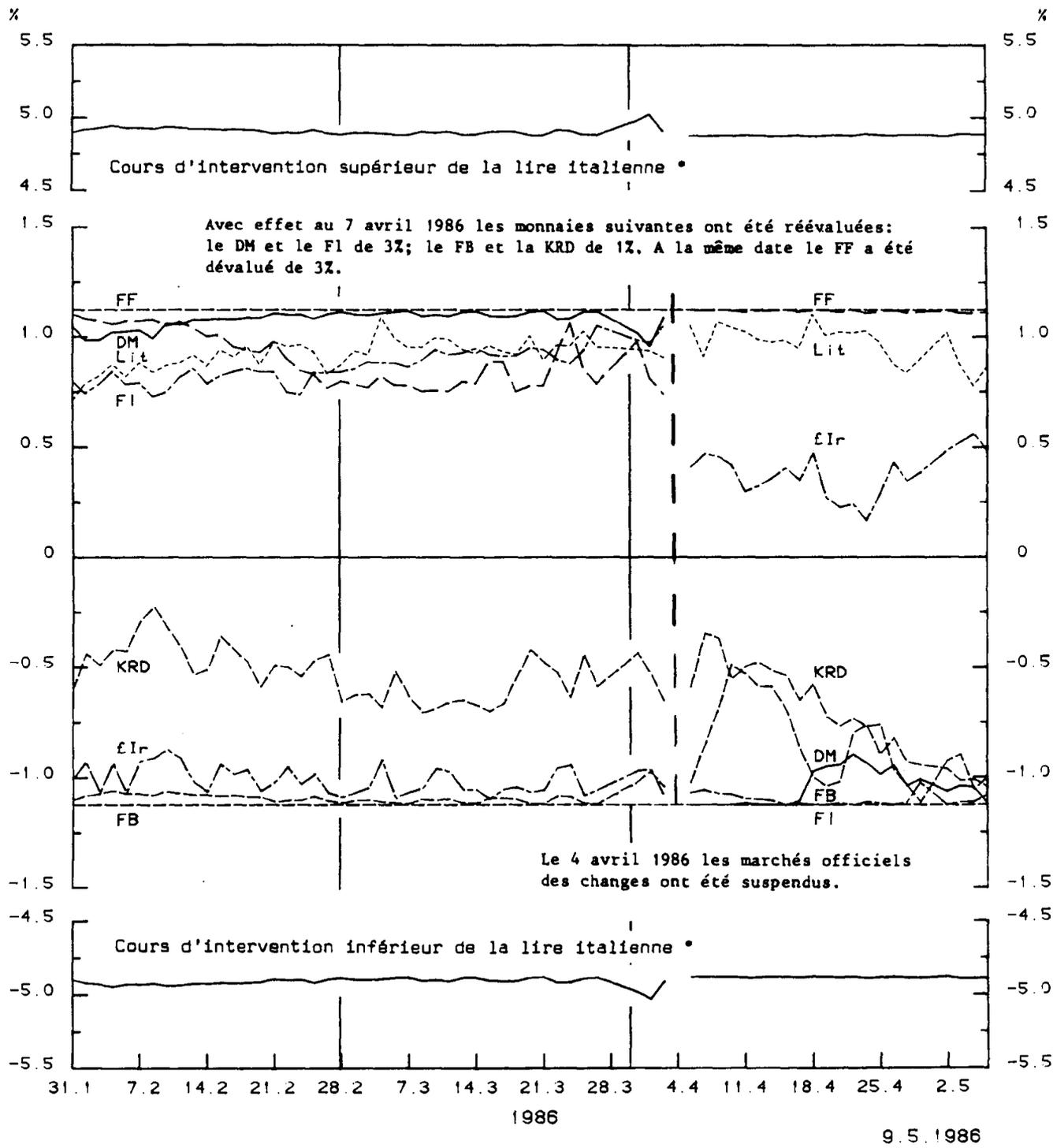
* Voir page suivante.

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 *



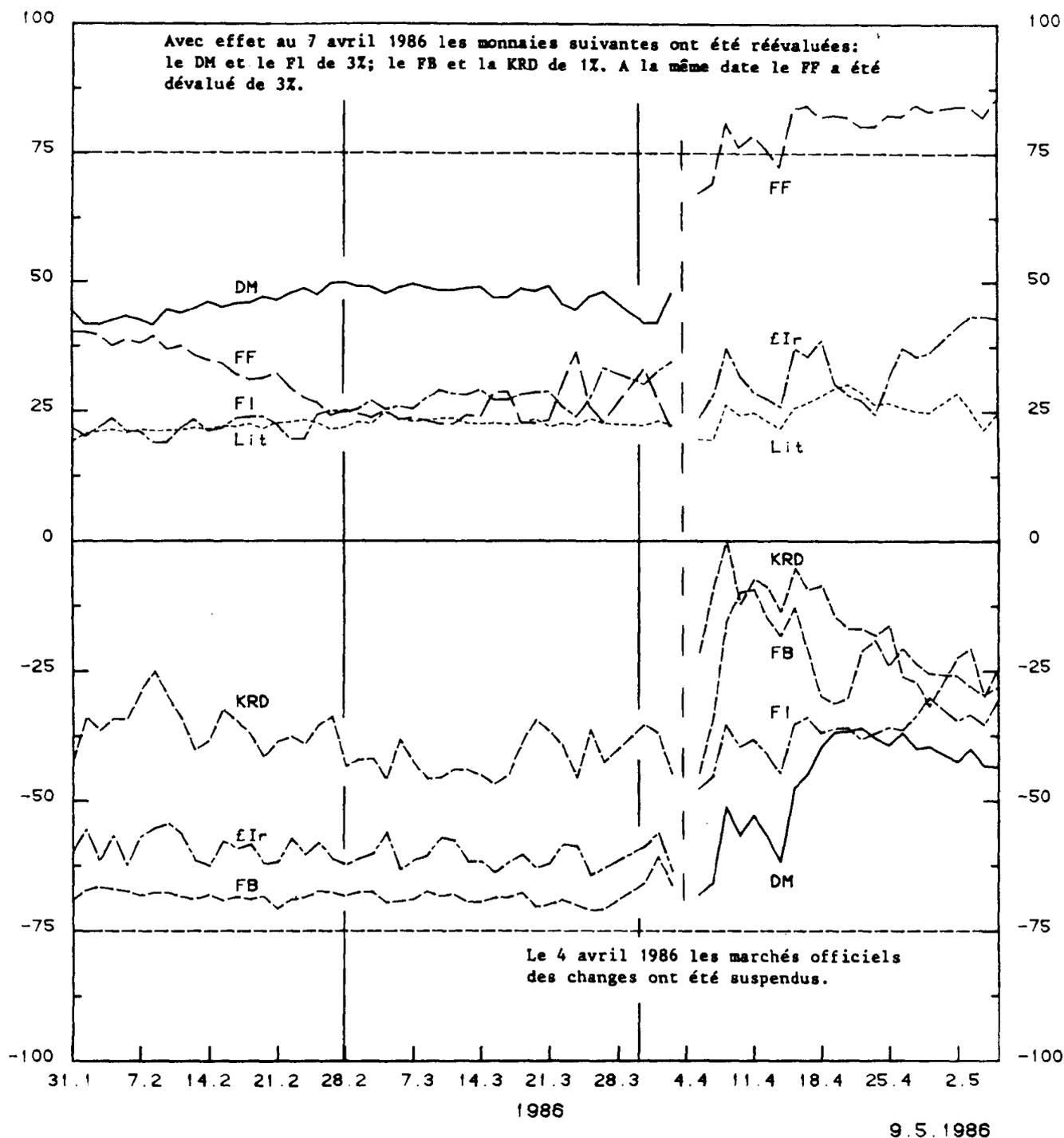
* ECU 0,708946; £ 0,8602; DR 128,4199; PTA 173,2995; ESC 169,7506;
\$Can 1,32; FS 2,593; Yen 251,1503; KRS 8,985; KRN 9,0875; cours
médian des monnaies participant au SME 0,71678. Le cours médian
des monnaies participant au SME représente la moyenne journalière
des cours des deux monnaies à marge de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



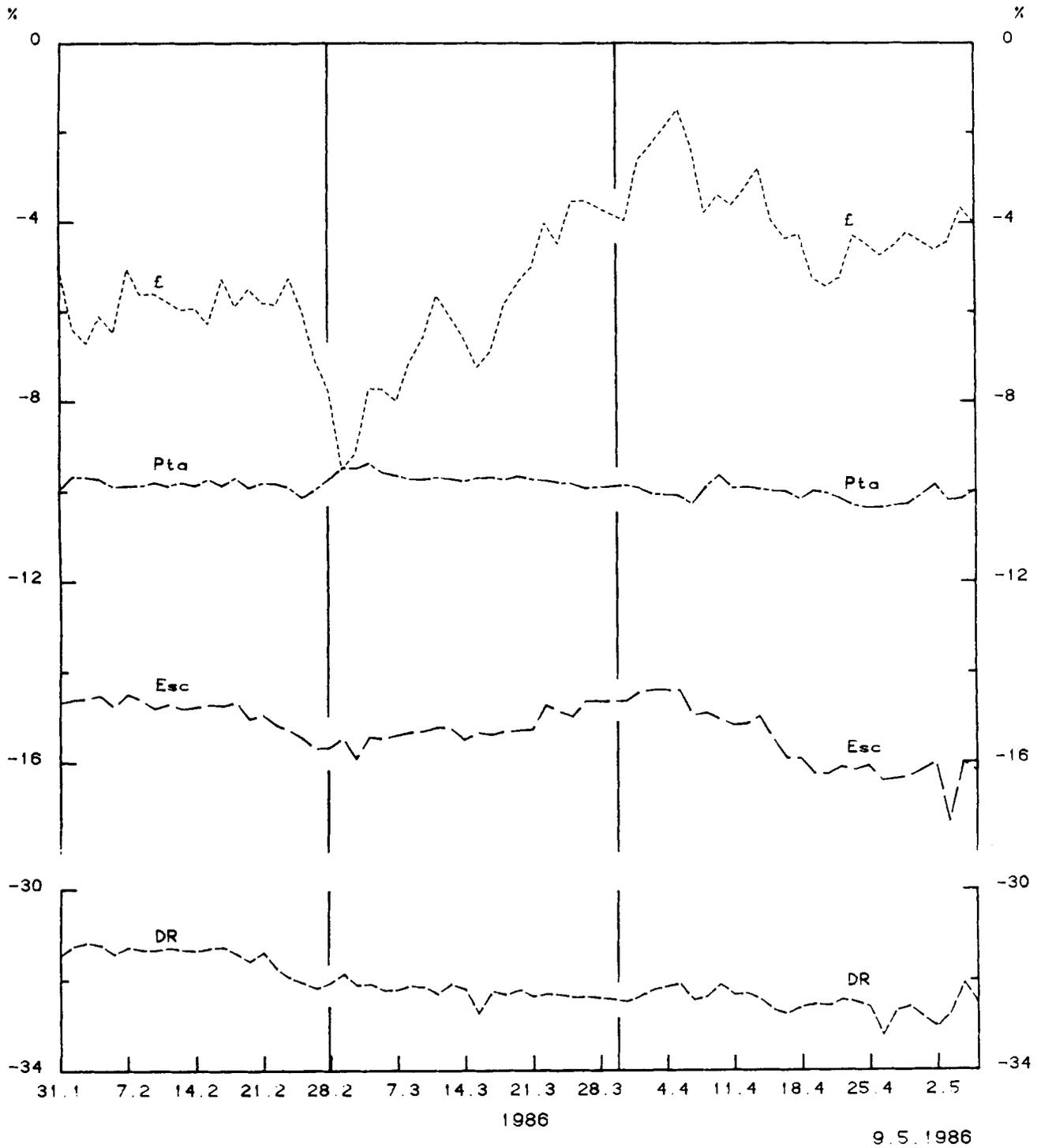
* Les cours d'interventions supérieur et inférieur de la lire italienne représentent l'écart maximal théorique par rapport à la monnaie la plus faible respectivement la plus forte dans la bande de fluctuation étroite de $\pm 2,25\%$.

EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE *



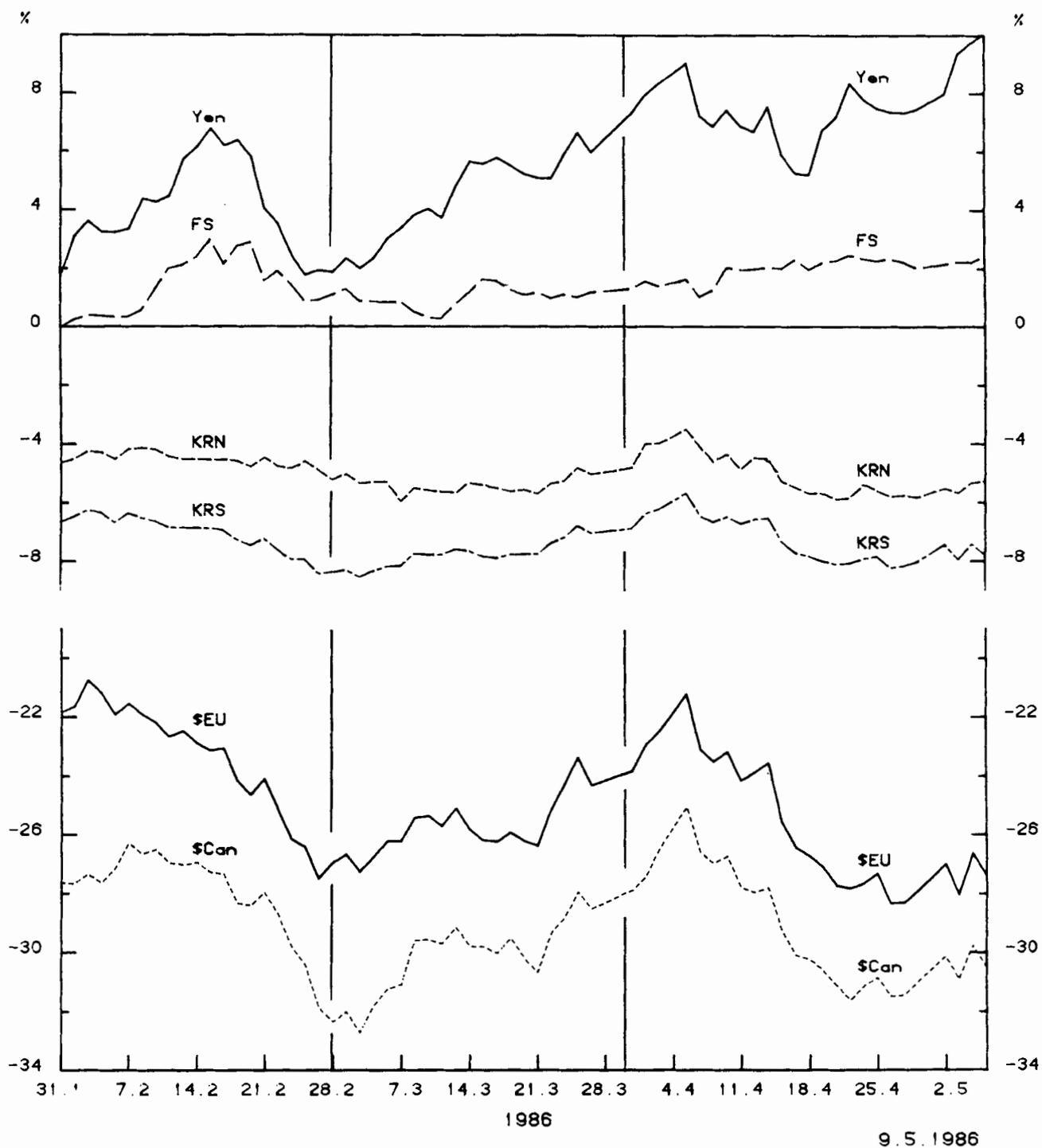
* L'indicateur de divergence a pour but de mesurer, sur une base comparable pour toutes les monnaies participant au mécanisme de change européen, la position d'une monnaie vis-à-vis de son cours-pivot ECU. L'écart maximal de divergence est le pourcentage maximal par lequel le cours de marché de l'ECU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

Le 12 mai 1986

Nota à l'attention du Comité des Gouverneurs

Objet : programme de libération des mouvements de capitaux

Au premier rang des priorités de son programme de travail, la Commission a inscrit la libération des mouvements de capitaux. Deux raisons essentielles ont justifié ce choix.

La première traduit une réalité particulièrement importante aux yeux des instances du Conseil et du Parlement Européen qui auront à examiner les projets de décision mettant en oeuvre la libre circulation des capitaux. Pour ces institutions, en effet, l'unification de l'espace financier fait partie de la réalisation du grand marché intérieur à l'horizon 1992, selon l'objectif fixé dans l'Acte unique issu des travaux du Conseil Européen de Luxembourg.

La seconde raison a été soulignée à maintes reprises par les travaux du Comité des Gouverneurs et du Comité monétaire; elle exprime qu'une plus grande liberté de circulation des capitaux est une condition nécessaire pour le renforcement de la coopération monétaire. Désormais, il est acquis que le développement du Système Monétaire Européen et de l'écu doit s'appuyer sur une libération étendue des flux de capitaux au sein de la Communauté.

* *
*

La fluidité de la circulation des capitaux dans la Communauté européenne et, à terme, son intégration financière, constitueront un puissant moteur de son renforcement économique.

La libre circulation des personnes, des biens et des services n'est encore qu'imparfaitement inscrite dans la réalité du marché commun. Certes, les droits de douane ont été supprimés et de nombreuses dispositions ont été prises pour faciliter la libre prestation de services. Il subsiste néanmoins des entraves physiques, techniques et juridiques aux échanges. L'objectif central du grand marché intérieur est de supprimer ces obstacles, notamment par l'harmonisation des normes, l'ouverture des marchés publics et la levée des contrôles inutiles aux frontières. Il faut également parvenir au rapprochement de la fiscalité indirecte et des droits d'accise pour supprimer les distorsions aux échanges commerciaux. Les modalités de ce rapprochement font l'objet d'une étude menée au sein d'un groupe d'experts de haut niveau, désignés par les Ministres de l'Economie et des Finances.

./...

Compte tenu de tout cela, il serait difficilement concevable que les échanges de capitaux restent à l'écart d'une telle évolution; leur libération procède de l'objectif général consistant à assurer la meilleure allocation possible des ressources. Ainsi le grand marché intérieur reposera-t-il sur les quatre libertés fondamentales de circulation des marchandises, des personnes, des services et des capitaux.

La réalisation d'un tel mouvement ne saurait s'accomplir sans que soient respectées les transitions nécessaires, en particulier pour les Etats membres que leur histoire ou leur situation économique éloignent encore du standard commun. La durée et la difficulté de ces transitions seront réduites par les efforts accomplis en vue de réaliser une plus grande convergence des politiques économiques. Mais, inversement, une plus grande liberté de circulation des capitaux constituera un levier efficace pour la convergence des politiques économiques.

Chacun peut enfin imaginer ce que sera l'apport spécifique de la libération des flux de capitaux. Elle provoquera un regain notable d'attractivité de l'espace financier que pourrait constituer, dans le monde, la Communauté européenne; elle incitera les places financières européennes à développer une gamme complète d'instruments conformes aux techniques les plus récentes, adaptées aux besoins actuels du développement de l'épargne et de l'investissement.

Une telle perspective ne se construira pas en un jour. Elle ne s'établira que progressivement, par une succession d'étapes raisonnables.

* *
*

L'approfondissement du processus de libération pourrait ainsi distinguer deux phases.

Dans une première phase, l'objectif serait de parvenir à une libération effective, dans toute la Communauté, des opérations en capital le plus directement nécessaires au bon fonctionnement du marché commun et à l'interconnexion des marchés nationaux de titres financiers.

Une grande partie de ces opérations se trouvent en droit, libérées au titre des directives de 1960 et 1962. Il s'agirait donc, pour progresser :

- de procéder au démantèlement des mesures de sauvegarde appliquées de longue date dans plusieurs Etats membres en vertu de l'article 108 du Traité. Simultanément, chaque occasion de libération sera saisie pour assouplir progressivement les régimes dérogatoires institués à titre transitoire pour les Etats membres nouvellement adhérents;

./...

- d'étendre l'obligation de libération au-delà des directives de 1960 et 1962 : aux crédits commerciaux à long terme (l'obligation actuelle de libération ne portant que sur les crédits à court et moyen terme), et surtout à l'ensemble des opérations sur titres financiers (actions et obligations), condition indispensable à l'existence d'un véritable marché financier européen.

A l'heure actuelle, seules les opérations d'acquisition de titres négociés en bourse se trouvent libérées (achat par un résident d'un pays membre d'un tel titre sur le marché d'un autre Etat membre ou par un non-résident sur le marché national). Il serait proposé d'étendre cette possibilité aux titres non négociés en bourse. En pratique, cette libération concernerait principalement les actions et autres titres de participation dans des sociétés non cotées en bourse.

En outre, la libération proposée ne porterait pas seulement sur l'acquisition de titres; elle permettrait également à une société d'un Etat membre de placer ses titres sur le marché d'un autre Etat membre dans les mêmes conditions que celles réservées aux émetteurs résidents (opérations d'admission sur le marché des capitaux).

Dans une seconde phase, la réalisation d'un grand marché financier intégré devrait conduire à la reconnaissance du principe d'une libération complète des mouvements de capitaux. Elle devrait donc s'étendre aux opérations de prêts financiers, aux opérations sur les instruments du marché monétaire et à la constitution de comptes courants et de dépôts.

Ce dernier pas signifie en pratique une levée complète de tous les contrôles des changes. Compte tenu des contraintes qui en résultent, et pour les besoins mêmes de la stabilité monétaire dans la Communauté, il est probable que tous les Etats membres ne pourront pas franchir ce pas en même temps. Pour ces opérations, le principe de libération devrait donc s'accompagner d'une procédure relativement souple d'application, par exemple au moyen d'une clause de sauvegarde appropriée.

* *
*

Selon ces orientations, qui font l'objet de la consultation du Comité des Gouverneurs et du Comité monétaire, il est possible d'esquisser ce que pourrait être le programme des travaux visant l'achèvement de la libre circulation des capitaux :

- révision, sans délai, par la Commission, des décisions prises au titre de l'article 108 § 3 pour la France et l'Italie, afin d'y incorporer les assouplissements intervenus dans ces pays;

./...

- présentation au Conseil, au début de l'été 1986, d'une proposition de directive visant à élargir les obligations de libération dans le sens décrit pour la première phase;
- préparation d'une nouvelle directive destinée à établir le principe d'une libération complète des flux de capitaux, dans le sens décrit pour la deuxième phase; le projet correspondant serait soumis au Conseil avant la fin du deuxième semestre de 1987.

Cette préparation s'appuiera sur une étude prospective relative aux implications de l'intégration financière de la Communauté. A la lumière des réflexions disponibles sur l'avenir de nos institutions financières, banques et assurances, elle portera sur le degré souhaitable d'harmonisation des réglementations nationales et sur les conditions nouvelles de la coordination des politiques monétaires. Une telle étude, à mener par la Commission en étroite relation avec le Comité des Gouverneurs et le Comité monétaire, pourrait être présentée lors du Conseil informel des Ministres de l'Economie et des Finances de l'automne 1986.