

PROCES-VERBAL *
DE LA 202e SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS
DES BANQUES CENTRALES DES ETATS MEMBRES DE LA
COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE
TENUE A BALE, LE MARDI 14 JANVIER 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. Papageorgiou et Zarifopoulos; le Gouverneur du Banco de España, M. Rubio, accompagné par MM. Sanchez-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 O'Leary; le Gouverneur de la Banca d'Italia, M. Ciampi, accompagné par MM. Dini et Maserà; le Président de la Nederlandsche Bank, M. Duisenberg, accompagné par MM. Szász et Boot; le Gouverneur du Banco de Portugal, M. Ribeiro Constâncio, accompagné par MM. Azeredo Vaz Pinto et Saldanha do Valle; le Directeur Général des Affaires économiques et financières de la Commission des Communautés européennes, M. Russo, accompagné par M. Mingasson; le Directeur Général de l'Institut monétaire luxembourgeois, M. Jaans. Assiste en outre M. Dalgaard, Président du groupe d'experts. Le Secrétaire Général du Comité, M. Morelli, et son Adjoint, M. Bascoul, et MM. Scheller et Cook sont aussi présents, ainsi que MM. Bockelmann et Dagassan.

Le Président ouvre la séance en souhaitant la bienvenue aux Gouverneurs du Banco de España et du Banco de Portugal qui participent au Comité pour la première fois à titre de membres de plein droit à la suite

* Texte définitif, présentant par rapport au projet quelques modifications de caractère rédactionnel, approuvé lors de la séance du 11 février 1986.

de l'adhésion de leur pays respectif aux Communautés européennes. Il fait part des excuses du Président Delors qui avait l'intention de participer à la présente séance mais qui, en raison d'un changement d'ordre du jour du Parlement européen, a dû se rendre à Strasbourg; M. Delors espère vivement venir à Bâle en février.

I. Approbation des procès-verbaux des 200e et 201e séances

Sous réserve de quelques amendements de caractère rédactionnel qui seront insérés dans les textes définitifs, le Comité approuve à l'unanimité les procès-verbaux des 200e et 201e séances.

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 décembre et des premiers jours de janvier 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 marquants, notamment:

- la baisse du dollar semble avoir acquis une dynamique propre, qui ressemble à bien des égards à sa montée irrésistible qui s'est produite jusqu'en février 1985;
- ce recul du dollar, plutôt ordonné jusqu'à présent, a été aidé par plusieurs facteurs, par exemple les ventes de dollars effectuées dès fin février 1985 et entreprises avec plus de vigueur après le 22 septembre, mais avec de grandes variations dans l'attitude des différentes banques centrales; ainsi la "Fédérale" et la Banque du Japon sont largement intervenues au début et ont été remplacées ensuite, en décembre, par d'autres banques centrales, en particulier la Banca d'Italia, la Central Bank of Ireland, la Banque du Canada et la Norges Bank, qui sont intervenues pour défendre leurs monnaies et non pour peser sur le cours du dollar;

- le SME, dont la situation était restée calme jusqu'à fin novembre malgré la forte dépréciation du dollar, a connu depuis lors des tensions: les positions relatives des monnaies ont changé et auraient encore plus changé sans les interventions intramarginales importantes, notamment en deutsche marks; le franc français et le franc belge ont été en opposition à quelques reprises; les taux d'intérêt internes et surtout sur les euromarchés ont augmenté sensiblement pour plusieurs monnaies du SME.

M. Loehnis indique que les Suppléants n'ont pas de remarques particulières sur le rapport lui-même et ils en recommandent l'adoption dans sa version actuelle. Dans le rapport, aucune mention n'a été faite de l'opération de mobilisation d'Ecus en faveur de l'Italie, étant donné que de telles opérations entre autorités monétaires n'ont pas d'effet sur le marché de changes et que des opérations semblables, telles que des swaps Ecu-dollars ou Ecu-deutsche marks, réalisées dans le passé, n'ont pas été mentionnées. L'opération italienne figure bien sûr dans le rapport de décembre 1985 de l'Agent du FECOM.

Après avoir examiné le rapport concertation, les Suppléants ont discuté l'évolution récente sur le marché de changes concernant tant le dollar que le SME. Cette évolution mérite un examen d'autant plus attentif de la part des Gouverneurs que le Groupe des Cinq se réunit à Londres durant le prochain week-end, les 18 et 19 janvier 1986. Il a été suggéré que le premier point à prendre en considération pourrait être de savoir si le niveau actuel du cours du dollar est approprié et si les moyens utilisés pour influencer ce cours sont adéquats. Le rôle ambivalent du yen a été également noté. Il a été réaffirmé que les interventions sur le marché de changes ne sont utiles que si elles vont dans la direction des tendances sous-jacentes du marché et qu'elles sont vouées à l'échec si elles se font contre ces tendances.

Le second point que les Gouverneurs pourraient souhaiter discuter a trait à l'apparition de tensions au sein du SME. Certains Suppléants ont estimé que ces tensions étaient systémiques et étroitement liées à l'approche retenue par les autorités du Groupe des Cinq en matière de taux de change. Ces Suppléants ont souligné que les politiques actuelles n'émettent pas de signaux clairs au marché à propos du niveau souhaité pour le dollar, contribuant ainsi à la déstabilisation plutôt qu'à la stabilisation du marché.

L'incertitude qui est alimentée par l'action officielle suscite des tensions au sein du SME et des spéculations quant à un réalignement imminent. Or celui-ci ne serait pas justifié sur la base des éléments fondamentaux et constituerait un pas en arrière pour la convergence souhaitée. D'autres Suppléants ont estimé que les tensions dans le SME pourraient être atténuées si certains pays participants exploitaient leurs marges de baisse des taux d'intérêt.

Ces points de vues n'ont pas été partagés par d'autres Suppléants qui ont souligné que l'action des pays du Groupe des Cinq avait eu un effet stabilisateur. En outre, ils ont jugé souhaitable que les pays dont les monnaies sont actuellement soumises à des pressions à la baisse prennent les mesures nécessaires - tant en matière monétaire que dans le domaine économique plus large - pour convaincre les marchés que les autorités sont déterminées à défendre la structure actuelle des parités du SME. Ainsi, les sorties de devises substantielles observées au cours des dernières semaines auraient pu justifier, dans les pays concernés, un resserrement des conditions monétaires plus décisif que ce ne fut le cas.

M. Ciampi rappelle qu'en juillet 1985 la Banca d'Italia a pris l'initiative d'une révision des cours-pivots dans le SME, estimant nécessaire d'anticiper les attentes du marché concernant un réalignement général. Lorsque le dollar a commencé de baisser, il était prévisible que le marché escompterait un réalignement des parités qui étaient restées inchangées depuis mars 1983. En fin de compte, la Banca d'Italia a dû accepter la conclusion des négociations dans le sens d'une dévaluation isolée de la lire. Si ces négociations avaient abouti à un réalignement général, la situation actuelle dans le SME serait certainement bien meilleure.

La Banca d'Italia résiste maintenant à la pression sur le marché de changes depuis le mois de septembre, convaincue qu'après l'opération de juillet le niveau actuel de la lire dans le SME était approprié. Afin de confirmer la détermination de l'Italie de respecter ses engagements au sein du SME, la banque centrale a mobilisé une partie de ses avoirs en Ecus.

Les dernières prévisions pour 1986 font ressortir une amélioration des perspectives de l'économie italienne: l'inflation commence à se ralentir de nouveau et le compte courant de la balance des paiements devrait être en excédent. Dans ce dernier domaine, une nette amélioration est déjà intervenue depuis le milieu de l'année, de telle sorte que le déficit courant pour 1985

sera de l'ordre de 1% du PNB au lieu des 2% prévus quelques mois plus tôt. Les prévisions pour 1986 font état d'un excédent d'environ 3 milliards de dollars.

Après les récentes modifications qui sont intervenues dans le cours du dollar vis-à-vis du deutsche mark et du yen, une consolidation de la position de la monnaie américaine apparaît souhaitable. Entre le 22 septembre 1985 et le début janvier 1986, par rapport au dollar, le deutsche mark s'est apprécié de 10%, le yen de 14% et les monnaies de la CEE en moyenne de 7%. La comparaison avec fin février 1985 fait ressortir une appréciation de 40% pour le deutsche mark, de 38% pour les monnaies de la CEE et de 30% pour le yen. Les taux de change réels présentent une évolution similaire. En même temps, la baisse de l'inflation en Europe et les perspectives d'une nouvelle amélioration font que les taux d'intérêt réels actuels sont trop élevés.

Ces considérations amènent à la question de savoir si les pays qui ont le mieux réussi non seulement à maîtriser l'inflation mais aussi à renforcer leurs comptes extérieurs ne seraient pas disposés à encourager une décrue de leurs taux d'intérêt.

On doit faire face à la réalité - amplement confirmée par le dollar durant ces dernières années - de mouvements financiers qui peuvent pousser les cours de change à des niveaux qui sont loin de correspondre à l'état réel des économies. C'est là un problème sur lequel le SME devra se pencher dans l'intérêt de tous les pays membres.

M. Godeaux revient sur la remarque déjà faite par les Suppléants, à savoir qu'à l'évidence ce n'est pas une modification des rapports des cours de change à l'intérieur du SME qui apporterait une réponse appropriée aux problèmes plus vastes qui sont créés par la baisse du dollar. La tension qui s'est exercée dans le SME, et particulièrement au détriment du franc belge, est assez paradoxale car si l'on prend un recul de quelques années, il y a longtemps que divers éléments objectifs de la situation belge n'ont pas été aussi bons que maintenant. Ainsi, le solde des opérations courantes, sur base de caisse, qui était de -200 milliards de francs belges en 1981, a été ramené à -3 milliards en 1984 et a fait place en 1985 à un surplus d'environ 30 milliards. Sur base des transactions, la balance des paiements courants de l'Union économique belgo-luxembourgeoise devrait faire ressortir un solde positif de 30 à 40 milliards pour 1985. L'inflation avait atteint un taux plus élevé en Belgique que dans d'autres pays de la CEE après la dévaluation du franc belge en 1982 mais, depuis lors,

il a baissé sensiblement, +6,3% en 1984, +4,9% en 1985 et, sur la base des derniers mois de l'année écoulée, il devrait être inférieur à 3% en 1986. De même l'écart des prix à la consommation en Belgique par rapport aux huit principaux partenaires commerciaux industrialisés s'est abaissé de 3,3 points en 1983, à 1,9 en 1984 et à 1,1 en 1985.

Il apparaît donc clairement que c'est dans l'ordre de la psychologie et de la confiance que se situe l'origine des tensions, dans l'attente d'un réalignement que certains ont cru proche. Le gouvernement belge n'a aucune intention de se laisser dicter la loi par ces considérations de marché; il est cependant attentif aux éléments qui ont pu constituer la source d'une certaine inquiétude. Elle se situe dans la plainte des industriels qui croient à une réduction de leur capacité concurrentielle, et dans le problème très important du déficit des finances publiques. Le gouvernement, dont la constitution a pris un long délai qui a surpris les étrangers, va demander au Parlement des pouvoirs spéciaux lui permettant de définir et de prendre les actions nécessaires pour réduire le déficit public. La petite alerte actuelle aura le mérite de rendre le gouvernement conscient de la nécessité d'agir vite dans ce domaine, ce qui est important pour les opérateurs étrangers qui, d'après les statistiques de l'Institut du change, semblent être les seuls à spéculer à la baisse du franc belge, les nationaux conservant jusqu'à présent leur confiance dans la stabilité du cours de change effectif du franc belge.

M. Camdessus évoque également le problème de l'opinion publique et de son influence sur les marchés de changes. S'agissant de la France, il rappelle qu'il ne faut pas se limiter à juger le taux de change sur la base des différentiels de taux d'inflation; en outre, d'une part, ce taux qui a été de 4,7% pour 1985 est en baisse très rapide et devrait être inférieur à 3% en 1986; d'autre part, la balance des paiements française est actuellement en équilibre et sera probablement excédentaire pour l'année. S'il y a eu des spéculations pour un réalignement, elles tiennent en grande partie à ces phénomènes psychologiques qui ont été suscités par des déclarations de toutes sortes, spéculant soit sur les élections françaises, soit sur le caractère incomplet du dernier réalignement.

On peut débattre longtemps ce dernier point, mais si le réalignement de juillet 1985 avait été effectivement très incomplet, la

Banque de France aurait dû le ressentir au second semestre. Or, pendant cette période, elle n'a pas perdu de réserves de change et les taux d'intérêt français ont été pratiquement les seuls en Europe à baisser. La bonne tenue du franc n'a donc pas résulté d'un soutien artificiel et si une légère contrainte du taux de change vient à peser sur l'économie française elle contribue à des gains supplémentaires de productivité. Pour savoir si l'équilibre général du SME aurait justifié une autre attitude, il faudrait prendre en compte l'ensemble des éléments constitutifs du système, c'est-à-dire non seulement les taux de change mais aussi les taux d'intérêt et bien d'autres variables.

M. Ó Cofaigh indique que, depuis octobre dernier, la livre irlandaise a subi des pressions à la baisse qui se sont intensifiées au début de décembre et se sont légèrement relâchées début janvier. Trois éléments expliquent cette évolution. Tout d'abord, le renforcement de la livre irlandaise vis-à-vis du dollar qui s'est produit pendant plusieurs mois s'est quelque peu renversé maintenant. En second lieu, l'appréciation de la livre irlandaise a été très importante à l'égard de la livre sterling, ce qui a toujours des répercussions, étant donné que cette relation de change concerne le partenaire commercial le plus important de l'Irlande. Enfin, dans ce dernier pays, comme dans d'autres, il y a eu des rumeurs persistantes de réalignement à l'intérieur du SME. Au total, depuis fin septembre 1985, la Central Bank of Ireland a dû vendre des devises pour l'équivalent de 1,1 milliard de dollars, dont 60% depuis début décembre. Par ailleurs, les autorités ont permis une hausse des taux d'intérêt du marché de 2,5 points. On peut dire, en conclusion, que les pressions qui s'exercent actuellement sur la livre irlandaise ne sont pas liées à l'évolution des monnaies participant au mécanisme de change du SME mais plutôt à celle des monnaies hors de ce mécanisme.

En se référant aux vœux exprimés par M. Ó Cofaigh à propos de déclarations gouvernementales qui pourraient calmer les marchés, le Président rappelle que, d'après la formule, les autorités britanniques se réservent de faire entrer la livre sterling dans le mécanisme de change au moment où cela sera opportun.

En ce qui concerne la situation au Royaume-Uni, les tensions sur les taux interbancaires ont entraîné un relèvement du taux de base; ce dernier a été jugé trop bas compte tenu également de la croissance rapide de la masse

monétaire et du crédit et surtout de l'inquiétude pour l'avenir de la livre sterling en liaison avec la baisse des prix du pétrole. Cette inquiétude ne s'est pas calmée et certains événements politiques ont pu aussi jouer un rôle. Le taux interbancaire à 3 mois a augmenté à nouveau le 14 janvier mais les autorités entendent maintenir les taux officiels en espérant que la nervosité politique s'atténuera dans les jours prochains. Il n'en reste pas moins que le cours de change de la livre sterling et ses taux d'intérêt sont largement conditionnés par les prix du pétrole et l'incertitude qui entoure ceux-ci.

Le Président conclut en disant que la discussion du Comité a été utile, notamment pour les Gouverneurs qui participeront à la prochaine réunion du Groupe des Cinq et en précisant que ces questions de taux de change devraient être reprises en février dans le cadre de l'échange de vues sur l'évolution du dollar et ses implications pour le SME qui est suggéré dans le programme de travail pour 1986.

III. Echange de vues sur le programme de travail du Comité des Gouverneurs pour 1986

Le Président rappelle aux Gouverneurs qu'ils ont reçu un tableau (voir annexe) ou schéma présentant les sujets d'étude et de travail du Comité pour 1986 et que les Suppléants ont déjà délibéré sur ces sujets.

M. Loehnis indique que les Suppléants ont effectivement examiné le schéma de programme de travail du Comité pour 1986. Il y a eu accord pour que l'examen périodique de l'évolution du dollar et de ses incidences sur le SME, qui était tombé un peu en désuétude en 1983 et 1984, soit repris, comme en 1985; il est proposé de le faire en février prochain en s'appuyant sur les réflexions que préparera M. Bockelmann.

En ce qui concerne les études sur les perspectives à long terme du SME et de l'Ecu, mandat donné en avril 1985 par le Conseil ECOFIN informel à Palerme, les Suppléants sont d'avis qu'un rapport pourrait être présenté aux Ministres des Finances, par exemple en septembre, sur les deux principaux sujets déjà identifiés, à savoir, l'utilisation de l'Ecu privé et l'utilisation de l'Ecu comme actif de réserve. Le premier de ces sujets n'exigerait

qu'une sorte de synthèse des rapports No 55 du groupe Dalgaard et No 27 du groupe Raymond (le chapitre sur les conséquences monétaires des interventions en monnaies du SME et en Ecus), sans prendre trop de temps des Gouverneurs puisque la réflexion a déjà été assez avancée. La seconde question, c'est-à-dire l'utilisation de l'Ecu comme actif de réserve devrait faire l'objet de nouveaux débats qui pourraient être lancés lors de la séance de mars, sur la base d'une note que la Banque d'Angleterre préparera en s'inspirant des notes du 26 avril et du 23 août 1985, soumises par M. Szász en sa qualité de Président du Comité des Suppléants. Cette question devra probablement être traitée durant deux ou trois séances.

L'examen semestriel des politiques monétaires serait fait, comme d'habitude en mai et décembre, sur la base de rapports préparés par le groupe Raymond. En outre et tout en tenant compte du souhait de ne pas surcharger ce groupe de sujets spéciaux, les Suppléants suggèrent qu'à l'occasion du rapport de mai, les experts étudient l'évolution concernant les instruments de la politique monétaire, y compris la pratique actuelle en matière d'objectifs monétaires intermédiaires et avec une attention particulière pour les incidences sur le fonctionnement du SME.

Il a été dit que le sujet de la "convergence" qui est inclus dans le mandat de Palerme n'a pas été traité spécifiquement. En fait, le Président Duisenberg l'a distingué dans son rapport oral aux Ministres de septembre et il est évident que ce sujet devra être souligné dans le rapport que le Comité présenterait aux Ministres à l'automne prochain. En outre, le groupe Raymond pourrait y réfléchir pour sa part en liaison avec le rapport semestriel de décembre.

Les Suppléants proposent également:

- que le groupe Raymond prépare à nouveau pour juillet une note sur l'évolution et le financement des dépenses publiques;
- que le groupe Dalgaard, comme cela a été convenu en décembre dernier, prépare pour novembre une revue de l'évolution de l'Ecu privé.

Il existe quelques autres questions presque rituelles, comme la possibilité de se concerter en avril avant la réunion du Comité intérimaire et en septembre avant les assemblées du FMI et de la Banque Mondiale. Enfin, les Suppléants espèrent soumettre un choix définitif au printemps pour ce qui est de l'amélioration du réseau téléphonique de concertation.

M. Duisenberg indique que M. Ruding, Ministre des Finances néerlandais, invitera ses collègues et les Gouverneurs à une réunion informelle qui commencera le vendredi soir 4 avril 1986 et se poursuivra le samedi et le dimanche. Il est probable que lors de cette réunion, les sujets à l'ordre du jour du Comité intérimaire seront abordés et si les Gouverneurs voulaient en discuter entre eux auparavant ils devraient alors le faire à leur séance de mars.

M. Duisenberg ajoute qu'il prévoit un avion spécial pour faire le voyage sur Bâle le soir du dimanche 6 avril.

Le Président remercie M. Duisenberg pour l'offre concernant le voyage en avion des Pays-Bas à Bâle; il note que la réunion du Comité intérimaire se tenant le mercredi 9 avril à Washington, il faudra quitter Bâle tôt le mardi.

M. Camdessus suggère que, puisque les Gouverneurs auront été réunis durant tout le week-end et encore le lundi à Bâle, ils pourraient, pour une fois, faire l'économie de la séance du Comité du mardi 8 avril. Si tel était le cas, on pourrait demander au Président Godeaux de tenir la séance du Conseil d'administration de la BRI le lundi après-midi de telle sorte que les Gouverneurs pourraient regagner leurs capitales et rallier Washington de façon plus agréable.

M. Godeaux rappelle que la BRI est une institution qui vit de longues traditions inchangées mais se dit convaincu qu'il sera possible de tenir la séance du Conseil le lundi 7 avril 1986 en fin d'après-midi.

Le Président indique que l'organisation des séances d'avril devrait être réglée durant les semaines prochaines en tenant compte des suggestions avancées.

IV. Autres questions relevant de la compétence du Comité

- Conseil international de l'étain

Le Président indique que les membres de ce Conseil ne sont toujours pas d'accord sur une action. Certains Gouverneurs ne sont pas directement concernés puisque leur pays ne participe pas au Conseil international de l'Etain. En raison de l'importance de trouver une solution à ce problème, les autres Gouverneurs pourraient s'efforcer de convaincre leurs gouvernements de reconsidérer leurs positions. Il s'agit en fait du problème

plus général du respect des contrats et des engagements internationaux. On doit éviter à tout prix une répudiation des obligations qui avaient été assumées en bonne et due forme; une telle répudiation constituerait notamment un précédent très regrettable et dangereux à l'égard des pays du Tiers monde.

- Nouvelle édition de la brochure sur les textes relatifs au SME

Le Président rappelle que le principe de cette nouvelle édition a été approuvé en juillet 1985 mais que sa publication a été retardée étant donné que le Conseil des Communautés européennes a tardé à adopter le Règlement concernant les Tiers détenteurs d'Ecus. La brochure sera prête avant la séance du Comité de février et le retard a été mis à profit pour tenir compte dans la nouvelle édition de l'adhésion de l'Espagne et du Portugal aux mécanismes de crédit intracommunautaires.

V. Date et lieu de la prochaine séance

La prochaine séance aura lieu à Bâle, le mardi 11 février 1986 à 10 heures.

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

DECEMBRE 1985

Le présent rapport résume l'évolution du marché des changes sur les places des banques centrales participant à la concertation*, ainsi que les interventions de celles-ci durant le mois de décembre 1985 et les premiers jours de janvier 1986.

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

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

- nouvel affaiblissement du dollar,
- persistance de tensions au sein du SME,
- pression à la baisse sur la livre sterling et le dollar canadien.

Le dollar EU est resté stable par rapport à la plupart des autres grandes monnaies durant la majeure partie du mois de décembre. Il a ensuite fléchi à ses plus bas niveaux depuis deux ans et demi vis-à-vis du deutsche mark et depuis cinq ans à l'égard du yen japonais, terminant le mois en baisse de 2% environ au total. En début de période, le dollar s'est trouvé conforté par le sentiment, largement répandu parmi les opérateurs du marché, que les autorités monétaires du Groupe des Cinq souhaitaient éviter, à court terme, de nouvelles baisses. Dans le même temps, un repli du dollar était attendu du fait principalement que le ralentissement de la croissance

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

économique semblait de nature à permettre un recul continu des taux d'intérêt aux Etats-Unis. En réalité, en décembre, les marchés financiers internes ont de nouveau enregistré une vive expansion, le rendement des bons du Trésor à dix ans tombant de quelque 75 points de base, pour s'établir légèrement au-dessus de 9% en milieu de mois. Dans ces conditions, le dollar s'est sensiblement replié dans la dernière semaine de l'année, de modestes ventes effectuées à des fins commerciales sur un marché traditionnellement étroit en cette période lui faisant franchir la limite inférieure de sa fourchette de cotation.

Les rumeurs de caractère spéculatif d'un réalignement dans un avenir proche ont continué d'exercer en décembre des tensions sur les relations de change au sein du SME et ont entraîné des changements notables dans les positions relatives des monnaies. La limite autorisée de 2 1/4% de la bande s'est trouvée atteinte en milieu de mois, lorsque le franc belge est tombé à son cours-plancher par rapport au franc français. Au cours du mois, le deutsche mark et le florin néerlandais se sont raffermis progressivement, rejoignant le franc français au sommet du système.

Le deutsche mark s'est raffermi vis-à-vis de toutes les grandes monnaies; son cours de change n'est demeuré inchangé que par rapport à la lire italienne. A l'égard du dollar EU, il s'est redressé de quelque DM 2,51 à DM 2,46 environ en dépit de ventes importantes effectuées principalement par des banques centrales membres du SME. La Bundesbank a également vendu des deutsche marks, contre dollars, sur le marché à terme, dénouant ainsi sa position à découvert résultant des ventes de dollars à terme réalisées plusieurs mois auparavant. Au sein du SME, le deutsche mark est monté au sommet de la bande après avoir occupé une position médiane à la fin de novembre. Le 30 décembre, son indice pondéré en fonction des échanges commerciaux s'établissait à un record absolu de 156,6 (1972 = 100).

Tout en s'appréciant vis-à-vis des principales devises flottantes, le franc français s'est ressenti de la fermeté du deutsche mark et a légèrement fléchi au sein de la bande communautaire, dont il occupe la troisième place depuis le milieu de la période. Des dégagements ont été observés de la part des non-résidents et une hausse des taux est intervenue sur le marché des eurofrancs pour toutes les échéances à un mois et plus.

Le franc belge a fléchi vis-à-vis de la plupart des monnaies communautaires. Ainsi, sa décote vis-à-vis du deutsche mark s'est élargie de

1 3/8% à plus de 2%. A plusieurs reprises, le franc belge a atteint son plancher vis-à-vis du franc français. La Banque Nationale de Belgique a augmenté les taux d'intérêt à court terme et a également procédé à de substantielles interventions.

Le florin néerlandais a connu une évolution parallèle à celle du deutsche mark, les deux monnaies s'étant appréciées au sein du SME pour rejoindre le franc français près du sommet de la bande de fluctuation.

La couronne danoise s'est maintenue dans la partie supérieure de la bande étroite du SME. Elle a été confortée par un afflux continu de capitaux privés, malgré une baisse des taux d'intérêt.

La livre irlandaise a continué de s'affaiblir au sein du SME, en raison d'une forte demande de monnaies étrangères à des fins commerciales. La Central Bank of Ireland a effectué des interventions notables tout au long du mois pour soutenir sa monnaie.

La lire italienne a évolué dans d'étroites limites dans la moitié supérieure de la bande du SME, se raffermissant durant la plus grande partie du mois en liaison avec l'action de la Banca d'Italia pour stabiliser le cours de sa monnaie vis-à-vis du deutsche mark. Les marchés ont encore été caractérisés par des rumeurs faisant état d'un réalignement imminent au sein du SME et la Banca d'Italia est intervenue en vendant de grandes quantités de dollars et de deutsche marks.

La livre sterling s'est sensiblement affaiblie sur l'ensemble du mois. Après avoir atteint le 2 décembre 1985 \$EU 1,5020, son plus haut niveau depuis 26 mois, elle s'est repliée à l'égard de toutes les monnaies importantes en liaison avec la réapparition de préoccupations relatives à l'évolution future des prix pétroliers et de fortes fluctuations de ces prix sur le marché libre. Bien que la livre sterling ait continué d'être soutenue par le sentiment que les taux d'intérêt resteraient fermes au Royaume-Uni, elle est demeurée sensible à l'évolution des prix pétroliers. Son indice pondéré a régressé de 4,2 points pour atteindre 77,9.

La drachme grecque a gagné 0,8% par rapport au dollar et s'est dépréciée de 0,4% vis-à-vis de l'Ecu et de 0,4% en termes effectifs.

Dans un marché calme, le franc suisse a continué sa tendance au repli, particulièrement contre le deutsche mark. En termes effectifs, il a perdu 0,7%.

Stimulée par un afflux continu de devises - quoique inférieur à celui de ces derniers mois - la couronne suédoise est demeurée ferme, son indice s'étant maintenu aux alentours de 130,6.

La couronne norvégienne s'est affaiblie d'environ 0,5% en termes effectifs et la Norges Bank a vendu des dollars EU afin de financer le déséquilibre sur le marché des changes.

Le dollar canadien a encore été soumis à une pression à la baisse, clôturant le mois avec un cours inférieur de 1,2% vis-à-vis du dollar EU. L'opinion du marché est restée défavorable en raison du versement en fin d'année des bénéfices et dividendes aux sociétés étrangères et de ventes de titres canadiens par des investisseurs étrangers tendant à dominer un marché étroit et instable. Les décalages de paiements dans les règlements commerciaux ainsi que des ventes spéculatives ont renforcé la pression à la baisse exercée sur la monnaie. L'écart entre le taux d'intérêt à court terme sur les marchés monétaires du Canada et des Etats-Unis s'est élargi d'environ 0,75 en faveur du Canada pendant le mois.

Le yen japonais a été relativement stable vis-à-vis du dollar EU au cours du mois de décembre. Il a faibli en début de période, son cours par rapport au dollar s'établissant aux alentours de Y 204, sous l'effet de l'anticipation d'une baisse des taux d'intérêt en yens. A ce niveau, toutefois, la perspective d'une nouvelle intervention des autorités a empêché le yen de s'affaiblir davantage. Plus tard dans le mois, il s'est maintenu aux alentours de Y 203, les craintes d'une réduction des taux d'intérêt en yens et en dollars ayant tendance à se compenser mutuellement. En fin de mois, le yen a tiré profit du raffermissement soudain du deutsche mark et il a atteint la cotation de Y 200. Le yen a également fait preuve de stabilité par rapport aux autres monnaies.

II. INTERVENTIONS

A. Interventions en dollars EU

En décembre, les ventes nettes de dollars des banques centrales ont atteint, comme en novembre, \$EU 2,8 milliards. Les principaux vendeurs ont été les banques centrales d'Italie, du Canada et de Norvège. La Deutsche Bundesbank a été le plus important acheteur.

B. Interventions en monnaies communautaires

Les interventions brutes en monnaies de la Communauté et en Ecus se sont élevées à l'équivalent de \$EU 4,3 milliards et reflètent principalement

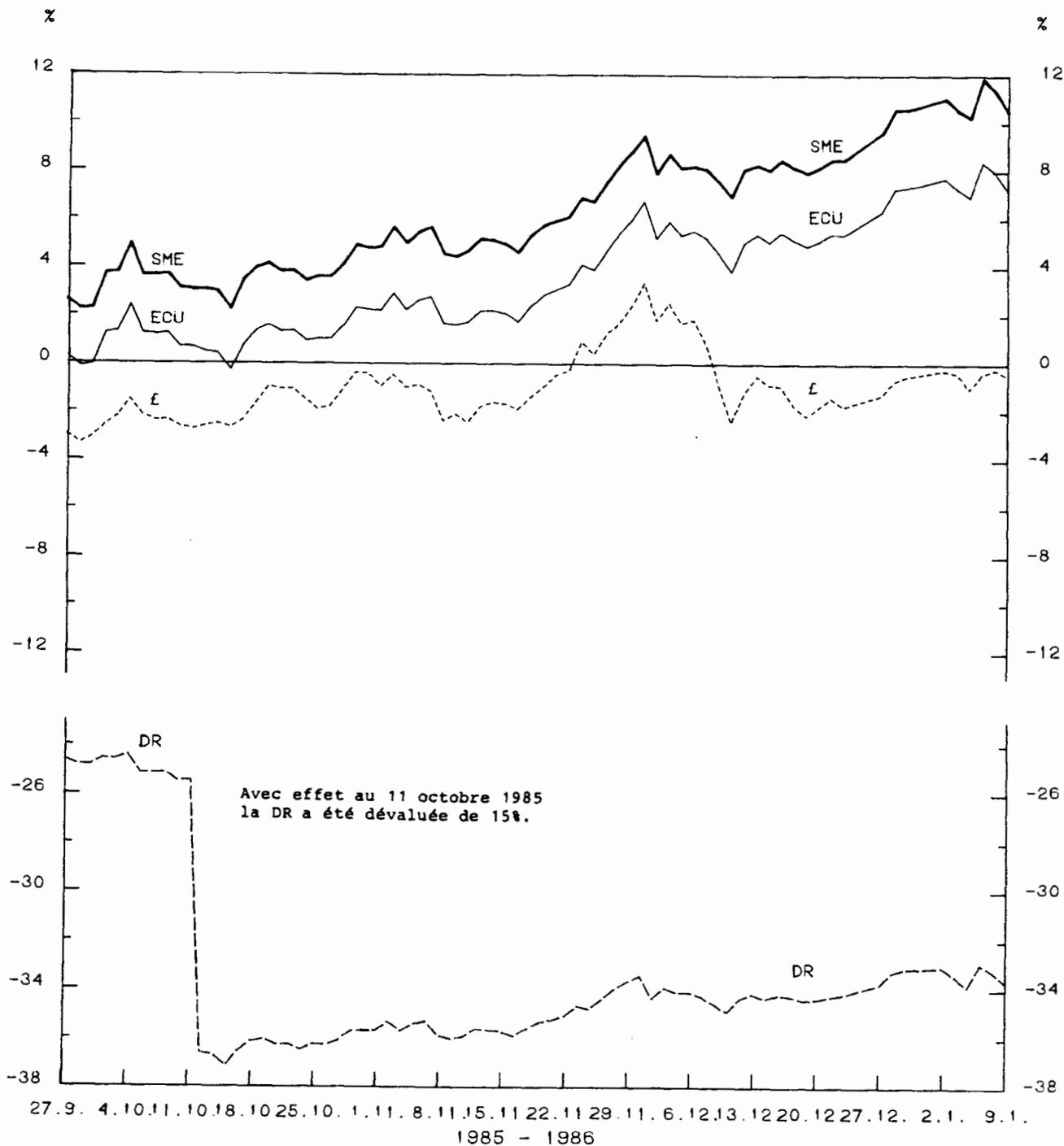
des ventes de deutsche marks à l'intérieur des marges par la Banca d'Italia et la Banque de France.

III. PREMIERS JOURS DE JANVIER 1986

Au cours des premiers jours de janvier, le dollar a subi d'amples fluctuations. Après être tombé à de nouveaux cours minimums, il s'est redressé du fait notamment que l'annonce de statistiques sur l'emploi, meilleures que prévu, a conduit à une réévaluation des résultats économiques et des perspectives d'évolution des taux d'intérêt aux Etats-Unis. Les rumeurs de désinvestissements arabes aux Etats-Unis, particulièrement après l'annonce du blocage des avoirs du Gouvernement lybien, ont déclenché un recul brutal mais momentané du dollar.

La livre sterling et le dollar canadien, qui ont tous deux fait l'objet de pressions à la baisse au début de janvier, se sont néanmoins redressés par la suite, sous l'effet du fort relèvement des taux d'intérêt au Royaume-Uni et au Canada. Au sein du SME, plusieurs banques centrales membres ont continué à vendre d'importantes quantités de deutsche marks et de dollars pour stabiliser leurs monnaies à l'égard du deutsche mark.

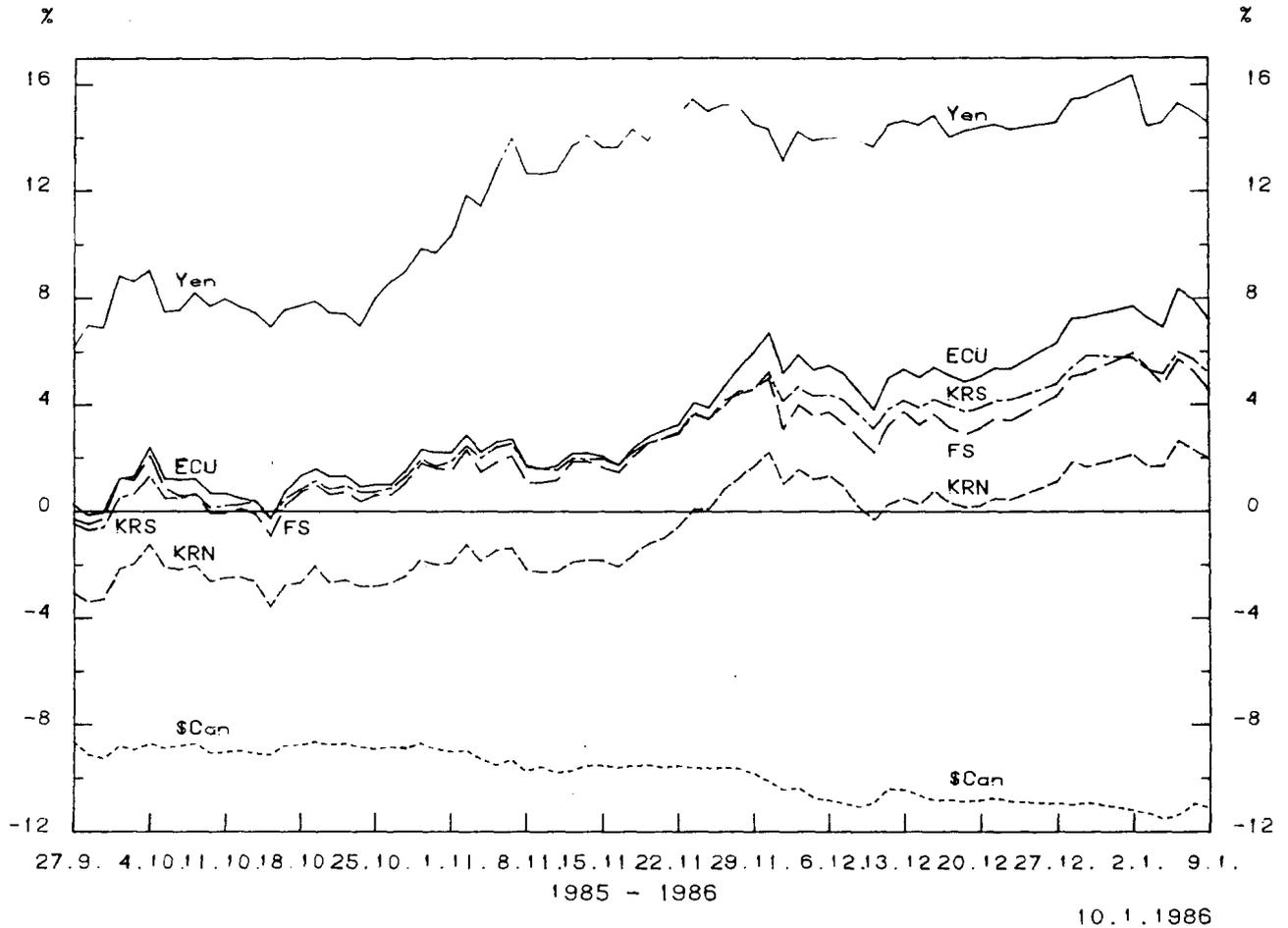
EVOLUTION DE L'ECU, DU COURS MEDIAN DES MONNAIES PARTICIPANT AU
MECANISME DE CHANGE DU SME ET DES MONNAIES DES BANQUES CENTRALES DE LA
CEE NE PARTICIPANT PAS A CE MECANISME, SUR LA BASE DES COURS RELEVES
LE 30 DECEMBRE 1983 VIS-A-VIS DU \$EU *



* voir page suivante

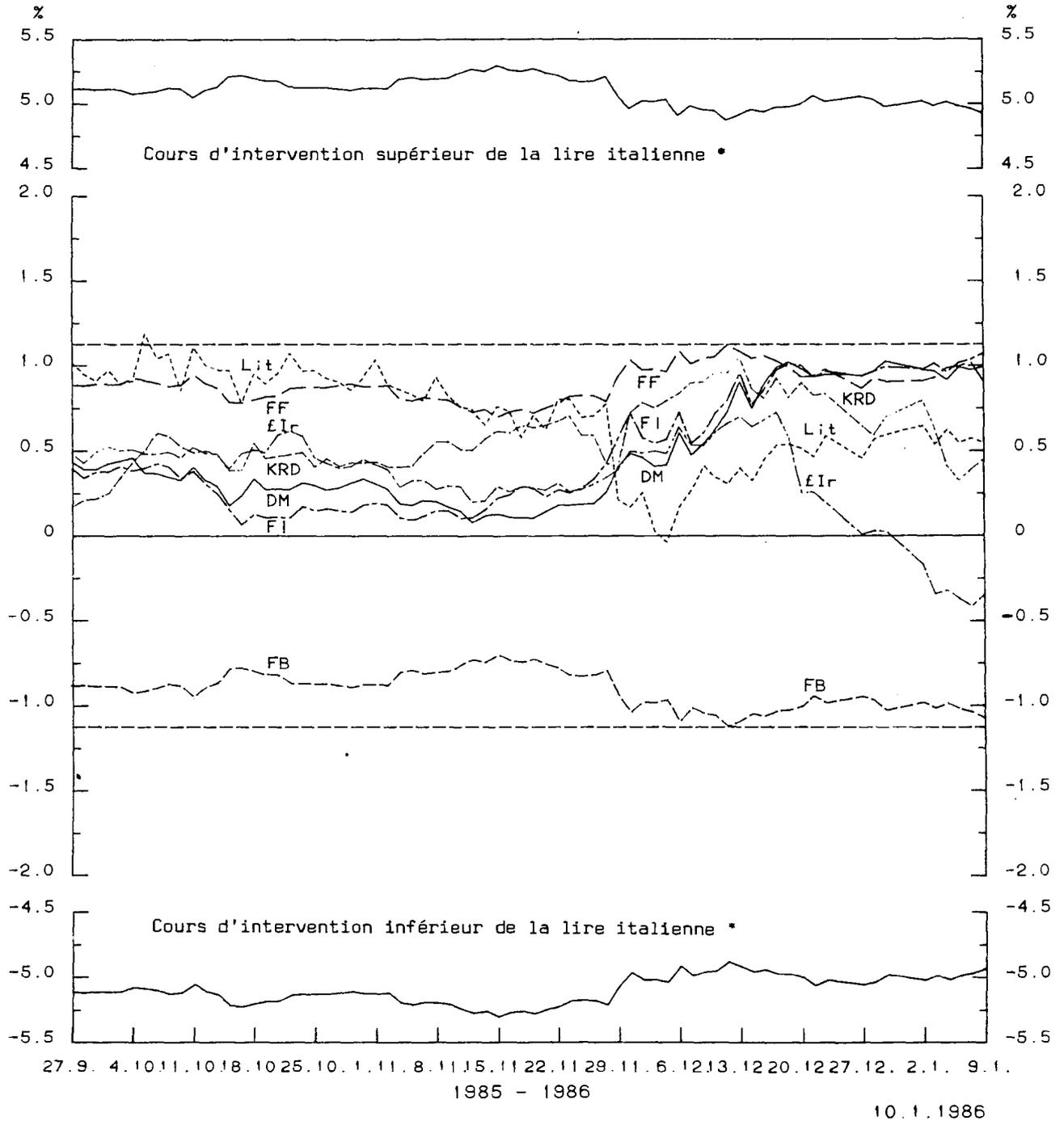
10.1.1986

EVOLUTION DE L'ECU ET DES MONNAIES DES BANQUES CENTRALES HORS CEE
PARTICIPANT A LA CONCERTATION, SUR LA BASE DES COURS RELEVES LE
30 DECEMBRE 1983 VIS-A-VIS DU \$EU *



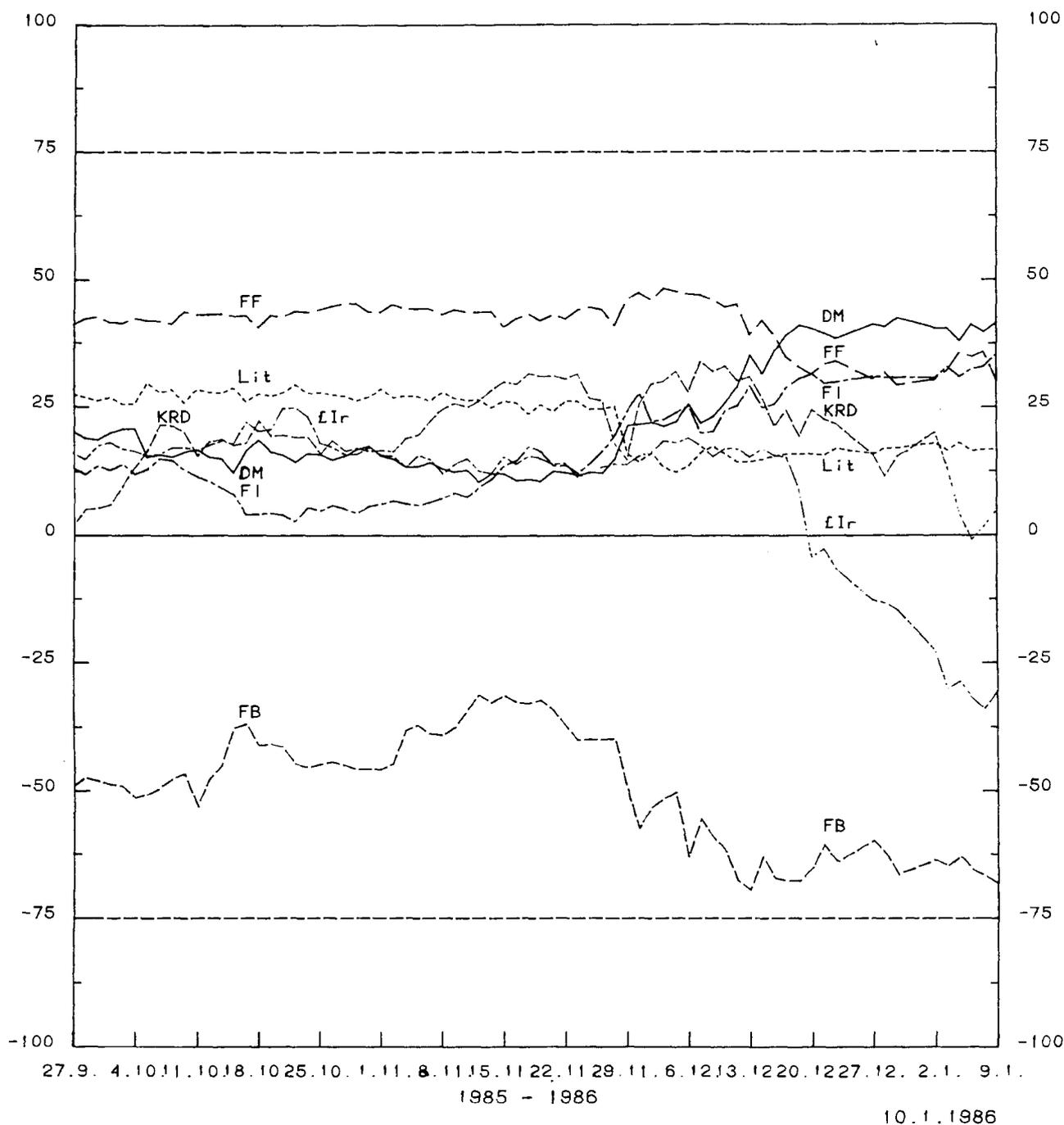
* ECU 0,82737; £ 0,68970; DR 98,8401; \$Can 1,2452; FS 2,1805; Yen 231,75; KRS 8,0085; KRN 7,7125; cours médian des monnaies participant au SME 0,8149. Le cours médian des monnaies participant au SME représente la moyenne journalière des cours des deux monnaies à marge de fluctuation de 2,25%, exprimés 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



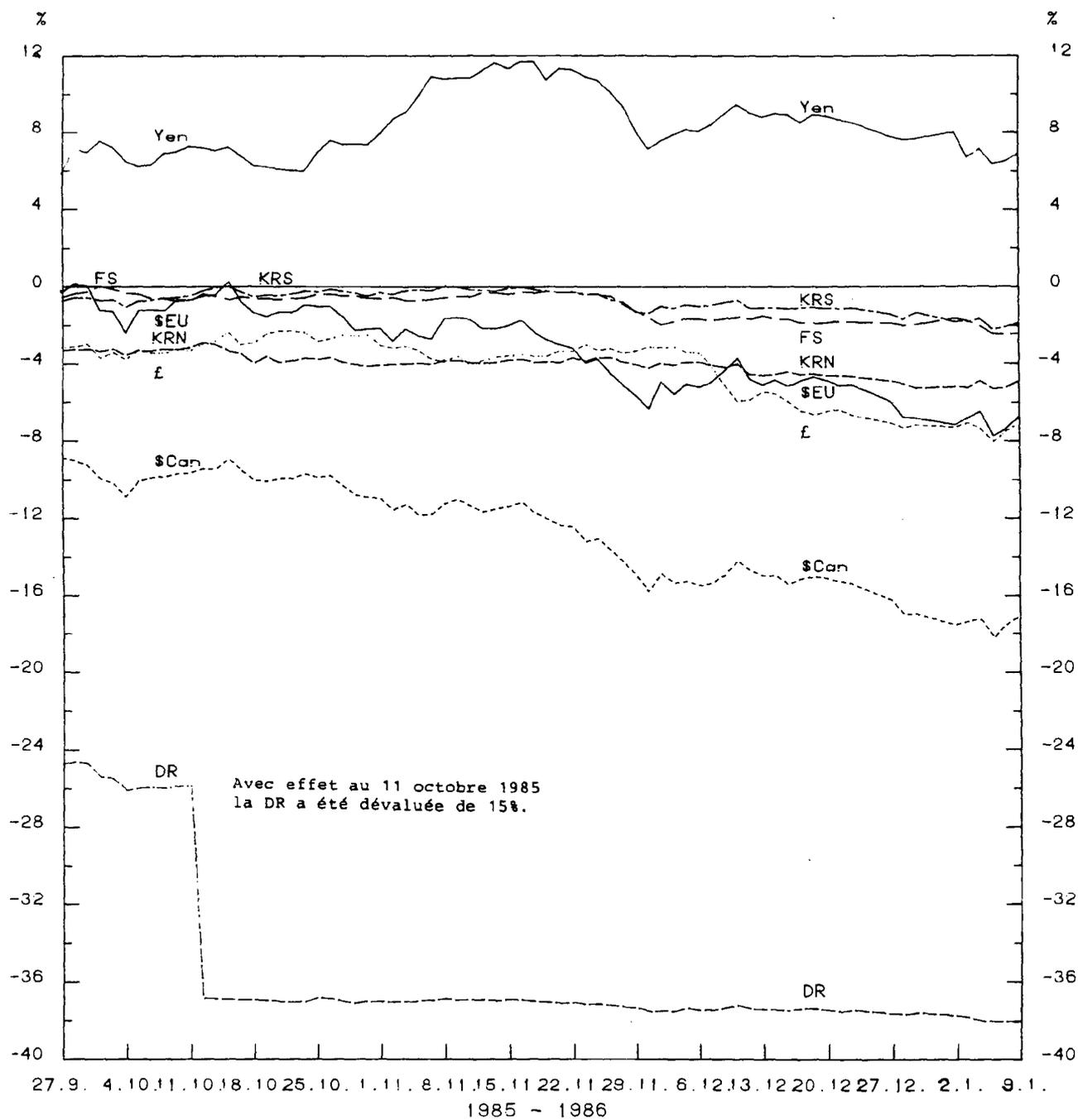
* Les cours d'interventions supérieur et inférieur de la lire italienne représentent l'écart maximal théorique par rapport à la monnaie la plus faible respectivement la plus forte dans la bande de fluctuation étroite de $\pm 2,25\%$.

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 ET 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 30 DECEMBRE 1983 *



* £ 0,5706; DR 81,7773; \$EU 0,82737; \$Can 1,03024; FS 1,80408;
Yen 191,743; KRS 6,62599; KRN 6,38109.

10.1.1986

SCHEMA DE PROGRAMME DE TRAVAIL POUR LE COMITE DES GOUVERNEURS POUR 1986*

Le tableau ci-après pourrait être utilisé pour l'échange de vues
sur le programme de travail du Comité pour 1986

Sujets à considérer	Date pour l'examen par le Comité	Travail préparatoire à faire par:
1. Programme de travail pour 1986	Janvier	Comité des Suppléants
2. Evolution du dollar et implications pour le SME	Février	Comité des Suppléants Dr Bockelmann
3. L'Ecu comme avoir de réserve inter- national et comme future monnaie commune	Mars et probablement mois suivants	Comité des Suppléants Présidence
4. Politiques monétaires dans les pays membres de la CEE plus un sujet spécial(1)	Mai et Décembre	Groupe Raymond (rapports semestriels)
5. Evolution et financement des dépenses publiques	Juillet	Groupe Raymond (Suivi des rapports spéciaux d'oct. 81 + juin 82)(2)
6. Revue de l'évolution de l'Ecu privé	Novembre	Groupe Dalgaard
7. Autres questions: a) Préparation: - de la réunion du Comité interimaire - de l'Assemblée annuelle du FMI b) Amélioration du réseau télépho- nique de la concertation	Avril Septembre Printemps	Comité des Suppléants Comité des Suppléants Comité des Suppléants

- 1) Développement concernant les instruments de la politique monétaire, y inclus les pratiques actuelles en matière d'objectifs monétaires quantitatifs et avec une attention particulière pour les incidences sur le fonctionnement du SME.
- 2) Ce suivi se présente sous la forme d'une brève note accompagnée de données mises à jour, préparées par le Secrétariat en collaboration avec M. Raymond et les experts.

* Ce projet de schéma a fait l'objet d'un consensus général lors de la séance du Comité, le 14 janvier 1986, avec une seule modification portant sur la séance, celle de mars au lieu d'avril, au cours de laquelle la préparation de la réunion du Comité interimaire pourrait éventuellement se faire.