

PROCES-VERBAL *
DE LA 184^e SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS
DES BANQUES CENTRALES DES ETATS MEMBRES DE LA
COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE
TENUE A BALE, LE MARDI 13 MARS 1984 A 10 HEURES

Sont présents: le Gouverneur de la Central Bank of Ireland et Président du Comité, M. Ó Cofaigh, accompagné par MM. Breen, Reynolds et Charleton; 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, Rieke et Kloft; le Gouverneur de la Banque de Grèce, M. Chalikias, accompagné par M. Zarifopoulos; le Gouverneur de la Banque de France, M. de la Genière, accompagné par MM. Lefort et Waitzenegger; le Directeur Général de la Banca d'Italia, M. Dini, accompagné par MM. Magnifico et Saccomanni; le Président de la Nederlandsche Bank, M. Duisenberg, accompagné par MM. Szász, de Boer et Bakker; le Gouverneur de la Bank of England, M. Leigh-Pemberton, accompagné par MM. Loehnis et Balfour; le Directeur Général des Affaires économiques et financières de la Commission des Communautés européennes, M. Russo, accompagné par M. Mingasson; M. Kees, Secrétaire du Comité monétaire; M. Jaans, Directeur Général de l'Institut monétaire luxembourgeois. Assiste, en outre, M. Dalgaard, Président du groupe d'experts. Le Secrétaire Général du Comité des Gouverneurs, M. Morelli, et son Adjoint, M. Bascoul, et MM. Scheller et Mortby sont présents, ainsi que MM. Lamfalussy et Dagassan.

I. Approbation du procès-verbal de la 183^e séance

Le procès-verbal de la 183^e séance du 14 février 1984 est approuvé à l'unanimité par le Comité sous réserve de quelques amendements de caractère rédactionnel qui seront insérés dans le texte définitif.

* Texte définitif, approuvé lors de la séance du 9 avril 1984, présentant par rapport au projet quelques modifications de caractère rédactionnel.

II. Echange de vues sur le fonctionnement de la concertation intracommunautaire et sur l'évolution monétaire dans les pays de la CEE:

- Présentation par M. Dalgaard du rapport concernant l'évolution sur les marchés des changes des pays participant à la concertation au cours du mois de février et des premiers jours de mars 1984;
- Adoption par le Comité du rapport destiné aux Ministres des Finances des pays de la CEE;
- Série mensuelle de statistiques

A. Exposé de M. Dalgaard

M. Dalgaard commente brièvement le rapport annexé au procès-verbal et souligne en particulier les points suivants:

- l'affaiblissement du dollar, qui est apparu en janvier, s'est accentué en février et durant la première semaine de mars; il a atteint au total 10 à 11% par rapport aux monnaies du SME, ce qui constitue la baisse la plus marquée depuis que le dollar avait commencé son ascension en 1980;

- cette évolution du dollar s'est produite alors que les facteurs économiques fondamentaux tant aux Etats-Unis que dans les autres pays industrialisés n'ont pas véritablement changé; il semble donc que les modifications ont concerné essentiellement les interprétations faites par les marchés;

- les tensions se sont accrues au sein du SME et ont entraîné une augmentation considérable des interventions en monnaies des pays participants mais, contrairement aux craintes exprimées précédemment, une baisse sensible du dollar n'a pas eu au total d'effets préjudiciables sur le système.

B. Exposé de M. Breen

Sur la base du rapport sur l'évolution des marchés des changes que M. Dalgaard vient de présenter, les Suppléants ont discuté, lundi matin, les implications pour la situation au sein du SME du déclin prononcé du cours du dollar.

Les Suppléants ont noté que le SME avait fait preuve d'une bonne résistance face à ce mouvement de taux de change. Les interventions des banques centrales ont été importantes mais jusqu'à présent plutôt limitées si on les compare par exemple à celles de mars 1983 et les variations de taux de change à l'intérieur de la bande ont été contenues. Bien qu'il n'existe pas encore de statistiques disponibles sur les flux de capitaux des dernières semaines, les sorties en provenance des Etats-Unis semblent avoir bénéficié initialement au deutsche mark; en conséquence, celui-ci s'est apprécié sensiblement vis-à-vis de toutes les monnaies autres que le dollar. Ce mouvement d'appréciation de la monnaie allemande s'est toutefois renversé en partie plus récemment.

Un Suppléant a néanmoins indiqué que la structure actuelle des taux de change au sein du SME, caractérisée par la forte position du deutsche mark au sommet de la bande, pourrait donner lieu à des pressions spéculatives étant donné que les marchés peuvent considérer qu'une telle constellation des taux de change est typiquement annonciatrice d'un réalignement. En outre, les marchés pourraient s'attendre à un réalignement du seul fait qu'une année s'est écoulée depuis le dernier ajustement. En conséquence, une action des banques centrales pourrait être nécessaire en vue de corriger cette situation psychologiquement défavorable et dans ce contexte les Suppléants ont examiné la possibilité de prendre des mesures dans le domaine monétaire. Par exemple, une réduction limitée des taux d'intérêt officiels en Allemagne pourrait affaiblir quelque peu le deutsche mark, ce qui rétablirait dans le SME une structure des taux de change psychologiquement plus favorable, sans mettre en péril les objectifs de la politique de stabilisation interne poursuivie en Allemagne. Un tel abaissement des taux d'intérêt pourrait aussi aider les gouvernements des pays dont les monnaies sont soumises à des pressions à la baisse, à persévérer dans leurs politiques d'ajustement et à résister aux pressions pour une modification du cours de change.

Tout en reconnaissant que des mesures de politique monétaire peuvent être utiles pour stabiliser les taux de change, certains Suppléants ont exprimé des doutes sur l'efficacité et le besoin de telles mesures dans les pays à monnaie forte, dans les circonstances actuelles. La meilleure manière d'éviter la spéculation à l'avenir serait de faire supporter

des pertes financières aux spéculateurs en évitant un réaligement. De plus, étant donné les succès enregistrés dans le sens d'une meilleure convergence entre les pays du SME, les marchés ne peuvent attendre que des modifications modérées des cours pivots. Il en résulte que compte tenu du renversement des positions des monnaies dans la bande, consécutif à un réaligement, les gains de change procurés par ce dernier seraient faibles. Par ailleurs, selon un sentiment assez répandu, il semble que la dépréciation du dollar ne devrait probablement n'être que graduelle, au moins aussi longtemps que le Système de Réserve Fédérale continuera sa politique destinée à prévenir une résurgence des pressions inflationnistes aux Etats-Unis. Grâce à une amélioration récente des facteurs fondamentaux, les économies européennes pourraient faire face, sans difficulté majeure, à un tel déclin graduel du cours du dollar; elles pourraient même en retirer certains avantages supplémentaires pour la stabilité des prix intérieurs à travers la réduction des prix à l'importation.

C. Discussion du Comité

M. Godeaux indique que les interventions importantes auxquelles la Banque Nationale de Belgique a dû se livrer sur le marché des changes reflètent des mouvements de fonds plutôt qu'un déficit des paiements courants, puisque ceux-ci ont atteint quasiment l'équilibre au mois de février. Le gouvernement et la banque centrale sont conscients de la nécessité d'accompagner les mesures de nature purement monétaire par des actions gouvernementales dans les domaines qui suscitent l'inquiétude et qui ont été mentionnés dans le dernier rapport annuel de la Banque Nationale. Il s'agit en premier lieu du déficit des finances publiques, dont l'importance par rapport au produit national brut n'a pu être que légèrement réduite et, en second lieu, de l'indexation des rémunérations, dont les modalités de rétablissement apparaissent à beaucoup encore trop généreuses et risquent de faire perdre rapidement le bénéfice de la compétitivité internationale des entreprises, retrouvée grâce aux mesures prises depuis le début de 1982. Dans ces conditions, et en étroite collaboration avec la Banque Nationale, le gouvernement va présenter dans les prochains jours une série de mesures visant à agir de manière décisive sur le déficit des finances publiques et la pro-

tection de la compétitivité internationale des entreprises. Le choix des mesures à prendre a un contenu politique très lourd mais il est très important de constater la détermination du gouvernement et des partis qui le soutiennent de poursuivre leur action et de ne pas provoquer une dissolution anticipée du Parlement.

M. Pöhl se réfère à l'observation faite par les Suppléants au sujet de la contribution que la Bundesbank pourrait faire à la stabilité du SME en abaissant à nouveau ses taux d'intérêt. Les conditions et les perspectives pour une telle baisse se sont certainement améliorées: les conditions extérieures, du fait du raffermissement du deutsche mark vis-à-vis non seulement du dollar, mais aussi du franc suisse et du yen et également les conditions internes puisque l'évolution des agrégats monétaires reste encore très modérée en dépit d'une reprise économique tout à fait appréciable. Il est à souligner toutefois que les taux d'intérêt ont déjà baissé assez sensiblement dans le compartiment long terme, les rendements moyens du marché obligataire ont diminué de 0,6 point durant les dernières semaines passant de 8,4 à 7,8% ce qui n'est plus très éloigné du creux atteint en 1983 (7,3%). Une certaine décrue s'est également produite dans le marché monétaire où les derniers taux se situaient à un point en dessous du taux lombard. Etant donné que les taux ont simultanément augmenté aux Etats-Unis, le différentiel de taux entre ce pays et l'Allemagne s'est creusé, pour certaines durées ils est de l'ordre de 4,2 - 4,8 points alors qu'il n'était que de 3,5 - 4 points il y a seulement quelques semaines. Ce phénomène constituera certainement un frein à la baisse du dollar mais il représente aussi un élément qui limite la possibilité d'une nouvelle baisse des taux d'intérêt allemands. Ces taux sont déjà bas, 4% pour l'escompte et 5,5% pour le taux lombard, et une baisse risquerait d'attiser des anticipations inflationnistes dans une situation marquée par une reprise économique nettement plus forte que prévu. Par ailleurs, la Bundesbank dispose d'autres moyens d'actions, telle que la politique d'open market qui permet de s'adapter avec souplesse aux besoins du moment et de maintenir le niveau des taux d'intérêt aussi bas que possible compte tenu de l'objectif de stabilité du SME et des impératifs internes et externes (relation avec le dollar).

M. Russo indique que dans le cadre de la première revue trimestrielle du rapport annuel de la Commission, celle-ci a constaté que les tendances annoncées en 1983 se sont effectivement renforcées; en particulier, la croissance du PIB pour 1983 a été chiffrée à +0,8% au lieu de 0,5% précédemment et les prévisions sont de +2% pour 1984. La reprise ne dépend plus seulement de la consommation et de la constitution de stocks comme en 1983, mais de la demande d'investissements des entreprises confortées par un regain des exportations vers de nombreux pays. L'amélioration d'ensemble de la situation dans la Communauté tient aussi à la différenciation entre les pays, ceux qui ont un taux d'inflation faible et une balance des paiements en équilibre connaissent une croissance plus forte ce qui permet aux pays moins favorisés d'opérer leur processus d'ajustement avec moins de difficulté. La convergence s'améliore donc tant pour les politiques que pour les résultats. Ainsi par exemple, en 1984, le taux moyen d'inflation de 5% et l'écart maximum de 7 points seraient inférieurs aux chiffres de 1983. Une amélioration devrait également se produire dans les situations budgétaires illustrée par une légère diminution de 5,7 à 5,4% du PIB du déficit combiné pour tous les Etats membres, ainsi que pour la balance des paiements, la Communauté dans son ensemble devant enregistrer un léger excédent du compte courant. Les problèmes les plus sérieux concernent le chômage, dont le niveau qui s'était stabilisé autour de 10,6% en 1983 pourrait s'élever à 11% en 1984 malgré une amélioration en cours d'année, surtout en Allemagne où le taux a commencé de baisser. Les incertitudes portent principalement sur l'environnement et notamment l'évolution aux Etats-Unis de l'économie, des taux d'intérêt et du dollar. En ce qui concerne la Communauté, la Commission estime que les pays qui n'ont pas encore vaincu la progression de l'inflation doivent maintenir une politique ferme, visant notamment à réduire le déficit budgétaire structurel, à supprimer ou réduire l'indexation des revenus et à éliminer les rigidités du marché de l'emploi et des marchandises.

M. Leigh-Pemberton signale que les derniers chiffres montrent que la croissance de fM3 s'inscrit parfaitement à l'intérieur de la fourchette-objectif. Peu après l'annonce de ces chiffres, la banque Barclays a réduit son taux de base d'un quart de point à 8 3/4%. Une détente des taux était attendue après l'affaiblissement du dollar; la

baisse d'un quart de point seulement alors que les paliers étaient jusqu'à présent d'un demi-point, semble dénoter une tendance (dont on peut se féliciter) à changer plus fréquemment le taux de base. Les autres grandes "clearing banks" n'ont pas encore suivi le mouvement, attendant sans doute la présentation imminente du budget aux Communes. L'incertitude à propos des taux d'intérêt futurs et peut-être aussi à propos des événements du Moyen-Orient a entraîné un certain repli de la livre sterling.

M. de la Genière se demande quelles sont les raisons que l'on peut avancer pour expliquer, d'une part la dépréciation prononcée que la lire italienne a connue depuis fin janvier et d'autre part l'absence de graves tensions au sein du SME malgré la baisse sensible du dollar.

M. Dini reconnaît que la lire italienne s'est effectivement affaiblie au sein du SME, mais elle reste encore en tête des monnaies dans la bande et son taux de change effectif s'est apprécié. La fermeté de la lire italienne au cours des derniers mois de 1983 et au début de 1984 s'expliquait essentiellement par l'amélioration de la balance des paiements courants. Toutefois, le différentiel d'inflation étant défavorable à l'Italie, une telle fermeté ne pouvait pas durer indéfiniment et un affaiblissement aurait dû même se produire plus tôt. Si l'on tient compte en outre de facteurs saisonniers défavorables, il n'est pas surprenant d'enregistrer un tassement du cours de change de la lire qui d'ailleurs paraît actuellement conforme à la capacité concurrentielle de l'économie italienne.

Le Président rappelle qu'en ce qui concerne la seconde interrogation formulée par M. de la Genière, M. Breen a indiqué que les Suppléants estiment, d'une part que la dépréciation du dollar pourrait n'être que graduelle aussi longtemps que le Système de Réserve Fédérale continuera sa politique destinée à prévenir une résurgence des pressions inflationnistes aux Etats-Unis; d'autre part que, vu l'amélioration de leurs facteurs fondamentaux, les économies européennes seraient sans doute en mesure de faire face à un tel repli progressif du dollar. Il semble, en outre, que le franc suisse et le yen ont peut-être joué un rôle de soupape de sécurité.

M. Lamfalussy suggère deux explications possibles pour l'absence de tensions au sein du SME suite à la baisse du dollar. Une première explication, plutôt frivole, consisterait à dire que ces tensions ne se sont pas encore manifestées du fait que les opérateurs ne semblent pas en mesure de se concentrer sur plusieurs monnaies à la fois. Une explication plus fondamentale et à plus long terme tient aux considérations avancées par M. Russo, à savoir l'évolution heureuse de la conjoncture interne dans le SME où l'on voit les pays dont la balance des paiements est confortable (Allemagne et Royaume-Uni), constituer le moteur du développement et permettre le redressement des comptes courants des pays en déficit. Ce mouvement semble avoir été suffisant pour la France alors que dans le cas du franc belge, les inquiétudes du marché tiennent à des raisons que M. Godeaux a exposées.

M. Hoffmeyer considère que s'il n'y a pas de monnaie candidate pour un réalignement, l'évolution du dollar et de sa relation avec le deutsche mark ne doit pas entraîner nécessairement des tensions au sein du SME. En se référant notamment à la période du "serpent", il ne croit pas qu'il existe une règle aussi simple selon laquelle dès que le dollar baisse le système de change communautaire connaît des tensions. Celles-ci sont fonction essentiellement du comportement des pays participants. Il pourrait donc être utile que les experts se penchent sur l'expérience du passé pour pouvoir confirmer ou infirmer l'existence d'une telle règle.

M. de la Genière indique que si l'on tend à considérer que lorsque le dollar baisse des tensions peuvent apparaître au sein du SME - indépendamment de changements dans la situation économique des pays participants - c'est parce que cette baisse est le signe de mouvements de capitaux des Etats-Unis vers des monnaies fortes, notamment le deutsche mark. En se concentrant ainsi sur un petit nombre de pays du système, les mouvements de capitaux confortent les monnaies de ces pays alors qu'a contrario, les autres monnaies, qui ne bénéficient pas de ces afflux, s'affaiblissent, d'où des tensions. Une telle analyse semble fondée; toutefois, au cours des dernières semaines, certains phénomènes ont pu se produire qui ont altéré un peu ce mécanisme. Tout d'abord, si les mouvements de capitaux se sont probablement dirigés, pour une grande partie vers l'Allemagne, une fraction a pu venir vers la France pour des raisons de taux d'intérêt, ce qui a soutenu

le franc français vis-à-vis du deutsche mark. L'évolution du yen suggère également une autre possibilité, à savoir que des capitaux entrés en Allemagne sont ensuite ressortis, en partie, pour le Japon, concourant ainsi à affaiblir quelque peu le deutsche mark après l'avoir conforté. Enfin, l'ampleur des mouvements de capitaux pourrait n'avoir été que modérée, compte tenu notamment du quasi équilibre des balances des paiements courants, par exemple en France, et de ce fait l'impact sur les monnaies a été limité. De telles explications mécaniques ou techniques valent probablement pour le très court terme mais ne préjugent pas l'avenir à plus long terme.

M. Pöhl estime que l'analyse présentée par M. de la Genière est plausible. D'importantes entrées de capitaux à court et à long terme se sont produites en Allemagne en février et ont certainement contribué à affermir le deutsche mark. Une partie de ces capitaux est sans doute répartie vers d'autres pays du SME étant donné que la faible probabilité, à l'heure actuelle, d'un réalignement prochain rend extrêmement rentable l'exploitation à court terme des différentiels de taux d'intérêt. M. Pöhl ajoute que, dans le passé, lorsque le dollar a baissé et le deutsche mark s'est apprécié, des tensions sont en général apparues au sein du mécanisme de change communautaire. Il est important de rappeler, à la veille du cinquième anniversaire du SME, que ce système a mieux fonctionné que prévu mais qu'il a été conçu en 1979 dans un contexte de dollar faible, et précisément comme une sorte de verrou contre l'affaiblissement de la monnaie américaine. Or celle-ci s'est raffermie dès 1980 tandis que le deutsche mark a connu de longs accès de faiblesse. Le SME a donc bien fonctionné aussi longtemps que le deutsche mark est resté faible; toutefois, l'expérience des dernières semaines est encourageante pour l'avenir car elle semble indiquer que le système n'est pas inéluctablement en péril dès que le deutsche mark se renforce.

M. Lamfalussy se réfère aux propos de M. de la Genière sur l'avantage actuel d'exploiter les différentiels de taux d'intérêt et indique que les taux à trois mois sur l'euro-marché, fin février-début mars, font ressortir un écart positif de l'euro-franc français de 5% par rapport au dollar et de 9,5% par rapport au deutsche mark; les écarts entre ces deux dernières monnaies et le franc belge ne s'élèvent respectivement qu'à 1% et 6%.

M. de la Genière précise que ces écarts concernant le franc français apparaissent sur un marché de l'euro-franc entièrement libre, c'est-à-dire sans interventions de la Banque de France, et en sensible expansion depuis deux ans. Ces écarts doivent être comparés avec les perspectives de gain en capital que les spéculateurs pourraient faire, perspectives qui existent encore puisque le franc français n'est pas à son cours plancher mais qui sont, de toute manière, peu considérables à l'intérieur de la bande (de l'ordre de 1%). A l'heure actuelle, la Banque de France laisse se fixer le franc sans intervention importante, les différentiels de taux d'intérêt sur l'euro-marché lui permettent de penser qu'il n'existe pas d'anticipations de réaligement. Ces taux d'intérêt doivent cependant être surveillés avec attention car ils constituent un signal qui pourrait signifier un changement dans les anticipations.

M. Pöhl ajoute un élément supplémentaire pour expliquer l'absence de tensions sérieuses au sein du SME. Le dernier réaligement de mars 1983 a montré que lorsque les taux de change, surtout les cours du marché, changent peu, les spéculateurs ne font guère de gains. En conséquence, si on ne peut compter sur des modifications de cours-pivots importantes, la spéculation hésite beaucoup à s'engager.

M. de la Genière espère que l'on pourra effectivement s'orienter vers une situation dans laquelle les réaligements au sein du SME seraient moins fréquents et de plus faible ampleur que par le passé.

M. Duisenberg reconnaît, comme ses collègues, que l'affaiblissement progressif du dollar qui s'est développé depuis janvier n'a pas entraîné de tensions sérieuses dans le SME. Plusieurs facteurs ont certainement joué un rôle, tels que l'élargissement du différentiel de taux d'intérêt entre le dollar et le deutsche mark, l'existence de différentiels importants entre certaines monnaies du SME, l'amélioration de la convergence, entre les pays participants, des politiques et des résultats économiques. L'expérience récente a donc montré que les pays du SME sont assez bien armés pour faire face aux influences extérieures. Il importe, toutefois, de rester vigilants. En effet, on ne peut pas exclure que la baisse du dollar ne devienne brutale, à un moment donné, suite par exemple à un effondrement de la confiance, au cours d'une année 1984 riche en échéances politiques importantes. En outre, sur un plan plus technique, la hausse

récente des taux de l'euro-franc semble difficilement conciliable avec l'hypothèse d'une alimentation accrue de ce marché par des capitaux refluant des Etats-Unis et invite donc à une certaine prudence.

Le Président observe que la faiblesse du dollar pourrait être due moins à des sorties de capitaux des Etats-Unis qu'au ralentissement des entrées.

M. Lamfalussy précise que, compte tenu de l'ampleur du déficit de la balance courante (plus de \$6 milliards par mois en moyenne), un ralentissement du rythme des entrées de fonds aux Etats-Unis suffit pour exercer une pression nette sur le marché des changes.

M. Magnifico estime que si les mouvements de capitaux ont probablement concerné principalement le court terme, des capitaux à long terme ont également été déplacés. Ainsi des capitaux à long terme sont sortis d'Allemagne vers d'autres pays de la CEE et de telles sorties ont atténué, dans une certaine mesure, la baisse des taux d'intérêt allemands à long terme résultant des afflux en provenance des Etats-Unis.

Le Président conclut en relevant que la discussion du Comité a été très animée et intéressante. Nombre d'analyses ou d'explications plausibles ont été suggérées pour rendre compte de la situation actuelle qui est relativement favorable et encourageante. Toutefois, ainsi que M. Duisenberg l'a souligné, il convient de rester vigilants.

III. Rapport du Président sur la session du Conseil ECOFIN du 12 mars et suite éventuelle à donner aux discussions des Ministres des Finances concernant le SME

Le Président indique que conformément au voeu exprimé par les Gouverneurs il a participé à la session du Conseil des Ministres des Finances de la CEE, le 12 mars à Bruxelles, session au cours de laquelle, d'une part il a présenté la note verbale approuvée par les Gouverneurs au moyen d'une procédure écrite, d'autre part les Ministres ont adopté une déclaration sur le SME (cf. Annexe II) dont un exemplaire a été remis ce matin aux participants à la séance du Comité. Le Président fait ensuite le compte rendu résumé ci-après de la discussion des Ministres sur le SME.

La discussion a commencé par trois déclarations: une présentation détaillée de M. Ortolí du bilan de cinq années de SME dressé par la Commission, le rapport fait par M. Camdessus au nom du Comité monétaire, la note verbale du Comité des Gouverneurs. Tous les Ministres ont ensuite participé, pendant trois heures, à un large débat qui a fait ressortir un constat globalement positif à l'égard des cinq années de fonctionnement du SME.

Le Président Delors a dégagé de ce débat quelques observations générales et plusieurs points plus spécifiques:

- le SME a contribué à créer un esprit de club ou de famille entre les partenaires qui s'est traduit par une coopération plus efficace - mention spéciale a été faite des concertations entre banques centrales pour coordonner leurs actions au jour le jour - et représente un progrès ou saut d'ordre qualitatif;
- le SME est resté en permanence un sujet d'espoir et un point d'ancrage pour les Européens que certains pays souhaiteraient élargir pour couvrir d'autres domaines tels que l'emploi et la croissance économique;
- le SME doit permettre à la Communauté de mieux s'affirmer à l'égard de l'extérieur et de parler d'une seule voix, comme cela a été fait par exemple en 1982 au Danemark où la position de la CEE a été déterminante dans les décisions sur l'augmentation des ressources du Fonds Monétaire International;
- certains Ministres ont assimilé les propositions de la Commission de 1982 aux améliorations futures à apporter au SME.

La réflexion sur un renforcement du SME, qui devrait être développée d'ici la réunion informelle des Ministres et Gouverneurs en mai, devra intégrer différentes idées avancées par les Ministres en séance et en particulier les points suivants (entre parenthèses sont mentionnés les pays qui ont spécialement manifesté un intérêt pour la prise en considération des divers points):

1. Les aspects agrimonétaires du SME (montants compensatoires monétaires): des solutions devraient être recherchées pour éliminer autant que possible les distorsions et complications qui naissent des réalignements (Danemark),

2. l'ampleur et la fréquence des réalignements ainsi que la spéculation et la publicité qui les entourent, ce point qui figurait dans la note verbale du Comité des Gouverneurs a été spécialement évoqué par les Ministres allemand et néerlandais,

3. la coordination des politiques monétaires et plus particulièrement des politiques de taux d'intérêt (Pays-Bas),

4. l'indicateur de divergence: souhait de ne pas l'enterrer trop vite et de s'assurer que les indications qu'il donne ne soient pas ignorées (France et Luxembourg),

5. le plafond fixé pour les emprunts communautaires: cette question devrait être reexaminée par le Comité monétaire dès le 26 mars et ultérieurement par le Conseil ECOFIN (Italie),

6. la prise en considération de questions plus vastes, tels que les déséquilibres structurels, chaque fois qu'il s'agit de formuler des politiques économiques visant à obtenir des résultats plus convergents (Grèce et Irlande).

En conclusion, le Président Delors a estimé que les points qu'il a brièvement résumés fournissent à la Commission et au Comité monétaire ample matière à réflexion. Dans ce contexte, les propositions de la Commission de 1982 pourraient être revues et enrichies de telle sorte que le Conseil pourrait avoir un échange de vues sur l'ensemble des questions relatives au SME lors de sa session informelle des 12 et 13 mai 1984.

Le Président rappelle que les propositions de la Commission de 1982 portaient entre autres sur une libéralisation des règles appliquées aux interventions intramarginales en monnaies du SME (ces interventions seraient plus libres et elles pourraient bénéficier automatiquement du financement à très court terme) et sur un usage plus développé de l'Ecu, avec notamment la possibilité de règlements à 100% en Ecus. Il ajoute que pour certaines questions, comme par exemple le réexamen des poids des monnaies composant l'Ecu, des études devront obligatoirement être entreprises dans les mois à venir afin de respecter les engagements pris.

M. Russo a noté que lorsque le Président Delors s'est référé aux propositions de la Commission de 1982, il a précisé qu'elles devraient être revues à la lumière des six points qu'il a présentés en fin de débat. La Commission tiendra compte de ces points et de l'expérience acquise depuis 1982 pour revoir son dossier en vue du Conseil informel de mai.

IV. Autres questions relevant de la compétence du Comité

Renforcement de la coopération entre la Banque centrale de
Norvège et le Comité des Gouverneurs

Le Président rappelle que comme il a été prévu lors de la séance du Comité de février, un échange de lettres entre le Gouverneur Getz Wold et le Président du Comité devrait constituer le cadre de ce renforcement de la coopération monétaire, renforcement qui a fait l'objet d'une procédure analogue avec le Comité monétaire. Suite à la visite de M. Skanland à Dublin, un projet des deux lettres a été établi et a été examiné par les Suppléants. Ceux-ci l'ont approuvé lors de leur réunion du 12 mars et ils recommandent aux Gouverneurs de marquer leur accord sur le texte des deux lettres à échanger.

Le Président constate l'accord du Comité et précise qu'une copie de ces correspondances sera ultérieurement remise aux Gouverneurs.

V. Date et lieu de la prochaine séance

En raison des réunions qui auront lieu à Washington à partir du 12 avril, M. Pöhl, et peut-être d'autres Gouverneurs, devront quitter Bâle dès le mardi matin 10 avril 1984. Dans ces conditions, le Président propose que le Comité tienne sa prochaine séance, exceptionnellement et pour une durée certainement plus courte, le lundi 9 avril 1984 à 11 heures, étant entendu que le Comité des Suppléants se réunira auparavant mais plus tôt que d'habitude, soit à 9 h 30 et que le groupe concertation commencera également plus tôt que de coutume, à 8 h 15. Il rappelle que cette séance du 9 avril 1984 sera la dernière rencontre des Gouverneurs avant la réunion informelle des Ministres des Finances et des Gouverneurs de la CEE des 12 et 13 mai 1984.

13 mars 1984

Comité des Gouverneurs
des banques centrales des Etats membres
de la Communauté économique européenne

Confidentiel

Traduction

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

FEVRIER 1984

Le présent rapport résume l'évolution des marchés des changes sur les places des banques centrales participant à la concertation*, ainsi que les interventions de celles-ci durant le mois de février et les premiers jours de mars 1984.

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

En février, les marchés des changes ont été principalement caractérisés par les développements suivants:

- le dollar EU a connu un mouvement de baisse inégal, mais dans l'ensemble important, par rapport à la plupart des monnaies; il a cédé ainsi les gains enregistrés en janvier;
- les tensions se sont accrues au sein du SME, étant donné que l'affaiblissement du dollar s'est traduit par un raffermissement particulièrement prononcé du deutsche mark, ce qui a conduit un certain nombre de banques centrales à accroître leurs interventions de soutien;
- le yen japonais n'a que légèrement gagné du terrain par rapport au dollar EU, et s'est donc déprécié à l'égard des monnaies européennes.

Le dollar EU a enregistré une forte baisse par rapport aux monnaies européennes, mais n'a que légèrement varié vis-à-vis du yen et du dollar canadien. En cours de mois, de nouveaux signes de la vigueur de l'expansion aux Etats-Unis - facteur de hausse du dollar des mois durant - ont apparemment commencé à être interprétés comme une menace inflationniste.

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

Les cours des actions et des obligations américaines ont baissé et il a été fait état un peu partout d'ajustements de portefeuilles au détriment d'avoirs en dollars, et au bénéfice spécialement du deutsche mark. Devant les préoccupations suscitées par les difficultés que risque de rencontrer le financement du déficit des opérations courantes, l'absence de mesures visant à réduire les déficits budgétaires élevés des Etats-Unis a joué un rôle déterminant dans l'intensification des craintes au sujet de l'inflation. Le dollar a baissé sur l'ensemble du mois en dépit d'un élargissement sensible de l'avantage de taux d'intérêt par rapport à d'autres monnaies et malgré l'accroissement de l'instabilité politique au Moyen-Orient. Sur l'ensemble du mois, le dollar s'est déprécié de 6,9% par rapport à l'Ecu, de 3,5% à l'égard du franc suisse et de 0,5% vis-à-vis du yen japonais, mais s'est apprécié de 0,3% par rapport au dollar canadien.

L'affaiblissement du dollar EU et le raffermissement du deutsche mark ont provoqué des tensions au sein du SME. Le deutsche mark a poursuivi son mouvement de hausse pour occuper la première place au sein de la bande étroite. Le recul des autres monnaies du SME par rapport au deutsche mark a été contenu au moyen d'interventions intramarginales.

Le deutsche mark s'est ressenti très favorablement de l'attention qu'on attachait de nouveau aux données de base de l'économie. L'appréciation du mark a été particulièrement prononcée par rapport au dollar EU, avec un gain de près de 8%. A l'intérieur de la bande étroite du SME, le deutsche mark a atteint par moments son point d'intervention à l'égard du franc belge.

Tout comme durant le mois de janvier, le franc belge est resté au bas de la bande communautaire en février. La pression à la baisse s'est toutefois accentuée et d'importantes interventions ont été effectuées, même après le relèvement de 1% des taux officiels le 15 février.

Tout en s'appréciant nettement vis-à-vis des monnaies flottantes, le franc français s'est ressenti à l'intérieur du système monétaire européen de la fermeté générale du mark. Dans ce contexte, les non-résidents ont procédé à des ventes de francs en milieu de mois, tandis que la baisse du dollar incitait les résidents à accroître leur prélèvements de devises, notamment en vue du règlement de produits énergétiques. Un retournement de tendance s'est manifesté en fin de mois en liaison avec l'accroissement des besoins de francs français liés à l'échéance mensuelle.

Bien que le florin néerlandais ait perdu un peu de terrain par rapport au deutsche mark généralement en hausse, il a maintenu sa position près du sommet de la bande du SME et n'a pas été affecté par les tensions qui se sont développées au sein du système.

La couronne danoise s'est affaiblie au cours du mois et a clôturé légèrement au-dessus du milieu de la bande du SME.

La livre irlandaise s'est redressée par rapport au dollar EU, mais a montré une tendance un peu plus faible au sein du SME par suite d'une accélération des paiements d'importations. La Central Bank of Ireland est intervenue tout au long de la période pour soutenir la monnaie.

La lire italienne s'est également raffermie par rapport au dollar EU mais son affaiblissement au sein du SME l'a ramenée, à la fin du mois, à proximité du plafond de la bande étroite. La Banca d'Italia s'est opposée à ce mouvement de baisse en procédant à des interventions substantielles en vue principalement d'éviter les fluctuations excessives du cours de change. La réduction des taux d'intérêt internes s'est accompagnée d'une baisse de 1% du taux officiel d'escompte, qui a été ramené à 16% le 15 février.

Après être restée stable en termes de l'indice effectif pendant les trois premières semaines de février, la livre sterling s'est appréciée pendant la dernière semaine du mois, par suite de l'affaiblissement du dollar EU et de craintes de perturbations dans les approvisionnements de pétrole en provenance de la zone du Golfe. Malgré un certain recul par rapport aux monnaies du SME, l'indice pondéré de la livre sterling s'est renforcé de 1,8%.

La drachme grecque a gagné 2,5% vis-à-vis du dollar EU. A l'égard de l'Ecu toutefois, la monnaie grecque s'est dépréciée de 4,6%. Sur la base de son taux de change effectif, la drachme a perdu 2,1% en février.

Le yen japonais n'a que modérément progressé par rapport au dollar EU généralement plus faible. Vis-à-vis des grandes monnaies européennes par conséquent le yen a perdu du terrain, reculant de 6,9% en termes d'Ecu.

Le franc suisse s'est renforcé à l'égard du dollar EU conformément à la tendance générale du marché. Etant donné toutefois que le gain a été inférieur de moitié environ à celui enregistré par les autres grandes

monnaies européennes, le franc s'est affaibli vis-à-vis de l'Ecu. Vers la fin du mois, son cours par rapport au deutsche mark est tombé au-dessous du niveau de DM 1,2 pour la première fois depuis juin 1983.

La couronne suédoise est demeurée très stable en termes effectifs pendant les deux premières semaines de février, mais s'est améliorée de plus de 1 point en termes effectifs pendant les deux dernières semaines. Sur l'ensemble du mois, elle s'est appréciée de 5,2% par rapport au dollar EU mais s'est affaiblie de 2,1% à l'égard de l'Ecu.

La couronne norvégienne s'est raffermie de 4,9% à l'égard du dollar EU, mais s'est affaiblie de 2,3% par rapport à l'Ecu, de sorte que son cours n'a pratiquement pas varié en termes effectifs. L'évolution de la balance des paiements est restée favorable, et la Norges Bank a acheté des dollars pour atténuer la pression à la hausse exercée sur la couronne.

Le dollar canadien est resté relativement stable par rapport au dollar EU pendant les deux premières semaines de février, mais a fléchi pendant le reste du mois, l'évolution de l'écart des taux d'intérêt lui ayant été défavorable. Le relèvement des taux canadiens a été inférieur à la progression des taux américains comparables. Au total, le dollar canadien a fléchi de 0,3% environ vis-à-vis du dollar EU, mais a très fortement baissé par rapport aux grandes monnaies européennes.

II. INTERVENTIONS

a) Interventions en dollars EU

En février, les ventes nettes de dollars ont atteint \$EU 0,3 milliard (\$EU 2,0 milliards de ventes brutes et \$EU 1,7 milliard d'achats bruts), contre \$EU 0,9 milliard en janvier (\$EU 2,2 milliards de ventes brutes et \$EU 1,3 milliard d'achats bruts).

Le principal vendeur net de dollars en février a été la Banca d'Italia. Parmi les autres vendeurs nets figurent la Central Bank of Ireland, la Banque de France et la Banque Nationale de Belgique. Des achats nets ont été effectués principalement par la Deutsche Bundesbank (achats à terme sec en vue de dénouer des positions ouvertes à terme), la Norges Bank et la Bank of England.

b) Interventions en monnaies communautaires

Les interventions brutes en monnaies communautaires se sont fortement accrues en février et ont atteint l'équivalent de \$EU 3,0 milliards, contre \$EU 0,3 milliard seulement en janvier. La plupart des interventions ont consisté en achats et ventes de deutsche marks à l'intérieur des marges par la Banque de France et en interventions obligatoires, portant essentiellement sur des ventes de deutsche marks, de la part de la Banque Nationale de Belgique.

III. PREMIERS JOURS DE MARS 1984

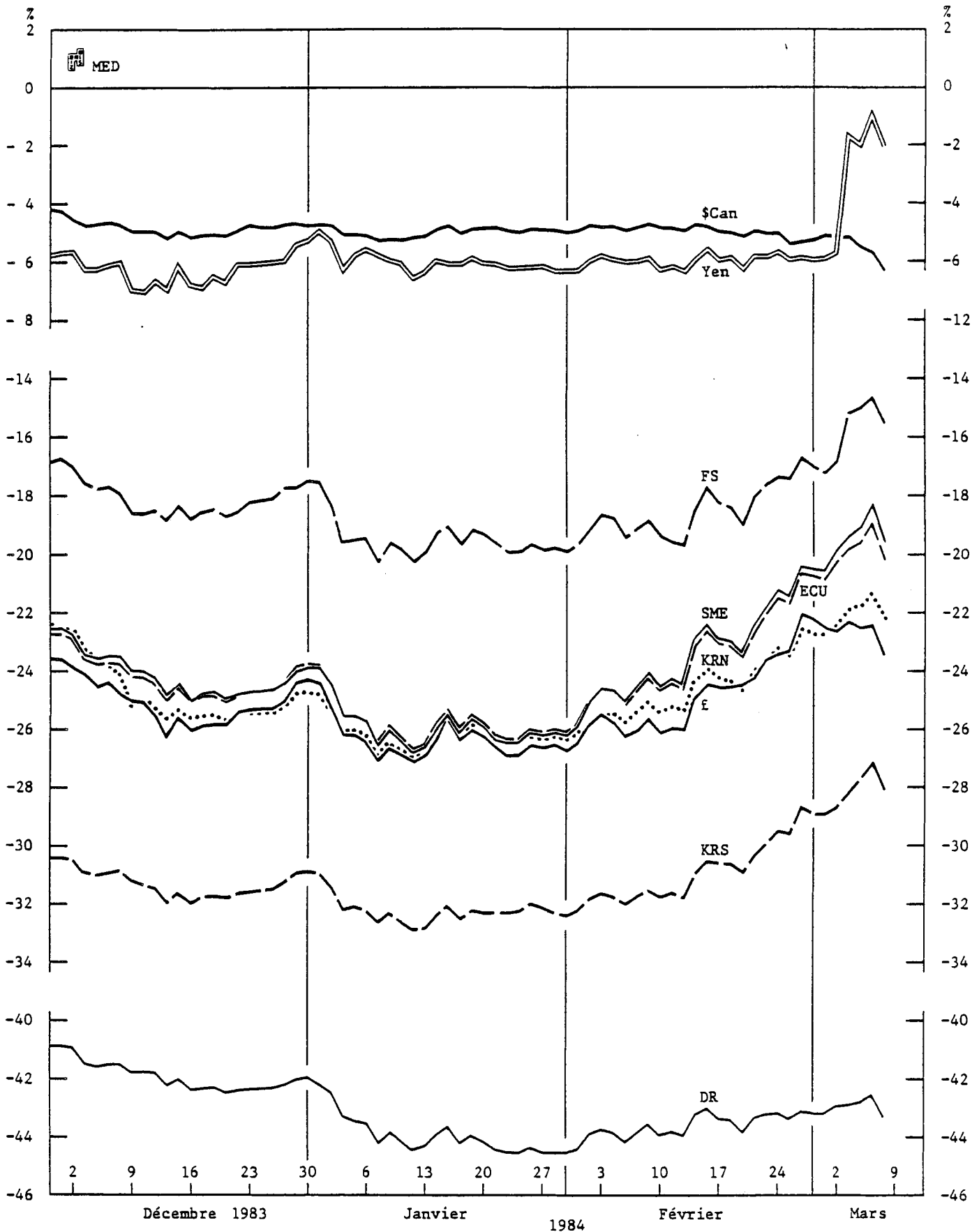
Pendant les premiers jours de mars, le dollar EU a continué de baisser. Des opérations de couverture de positions courtes se sont ensuite produites sur une vaste échelle qui ont arrêté puis inversé ce mouvement. Le dollar a été également soutenu par des anticipations croissantes, dans les milieux des opérateurs, d'un élargissement des écarts favorables de taux d'intérêt qui reposaient en grande partie sur la constatation que la vigoureuse reprise économique se poursuivait dans un contexte de déficits fédéraux toujours élevés. Au total, le dollar s'est replié de 1,5% environ début mars.

Le yen japonais, qui n'avait guère varié par rapport au dollar en février, s'est sensiblement raffermi au début de mars, gagnant quelque 4%.

La livre sterling a perdu un peu de terrain par suite de l'atténuation des inquiétudes au sujet des perturbations dans les approvisionnements pétroliers en provenance de la zone du Golfe et d'une tendance à la baisse des taux d'intérêt. Le dollar canadien s'est déprécié de 1,2% par suite d'un rétrécissement des écarts de taux d'intérêt et des inquiétudes suscitées par les implications sur le cours de change des rumeurs relatives à d'importantes opérations de prise de contrôle.

Le ralentissement de la baisse du dollar EU a aussi atténué les tensions au sein du SME, ce qui s'est traduit par une diminution des interventions de soutien requises pour maintenir les monnaies concernées à l'intérieur de la bande fixée.

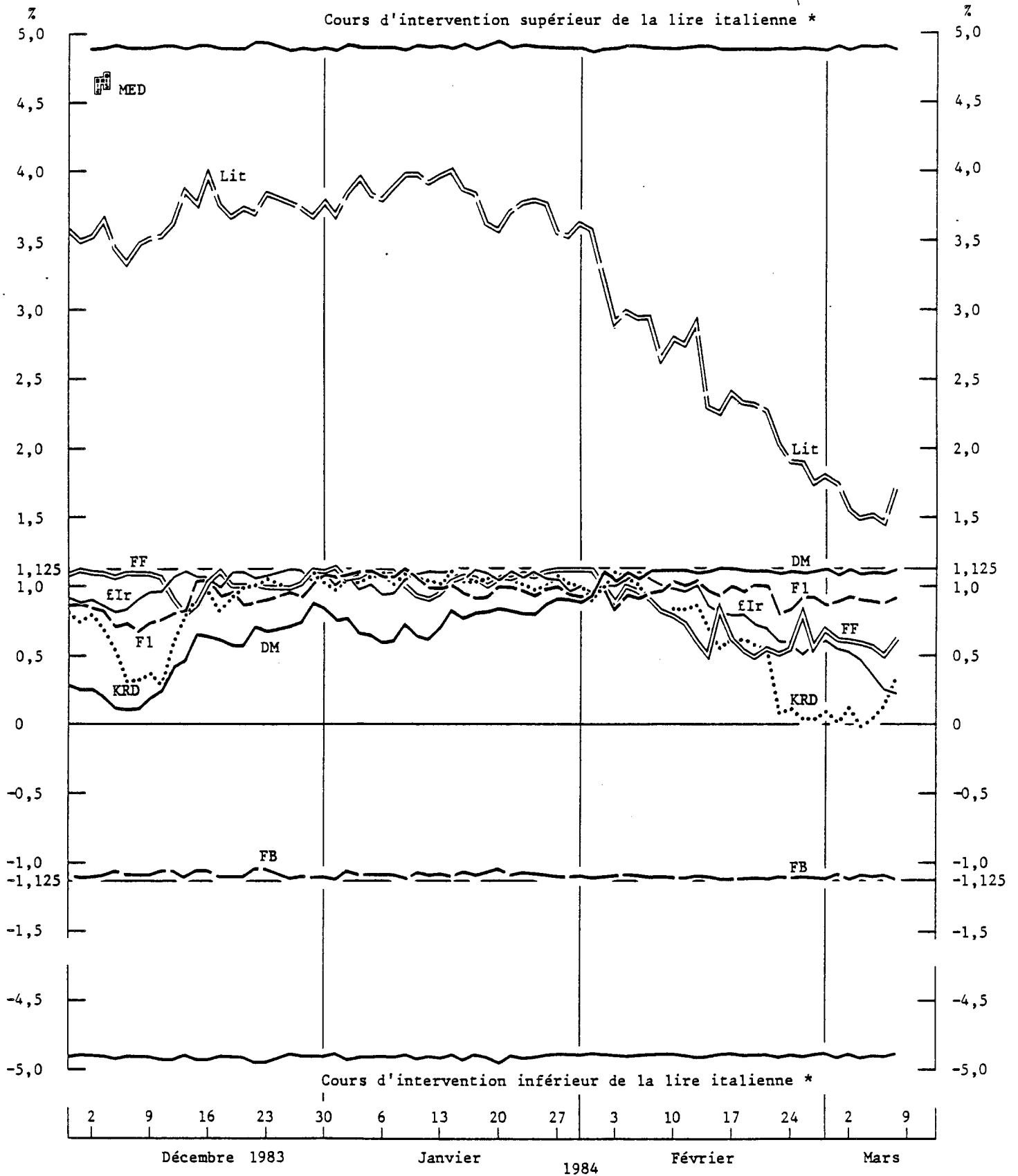
EVOLUTION DE L'ECU, DU COURS MEDIAN DES MONNAIES PARTICIPANT AU SME
 ET DES MONNAIES DES AUTRES BANQUES CENTRALES PARTICIPANT A LA
 CONCERTATION SUR LA BASE DES COURS RELEVES LE 31 DECEMBRE 1981
 VIS-A-VIS DU \$EU *



* ECU 1,08517; £ 0,52206; DR 57,3424; \$Can 1,1862; FS 1,7985; Yen 219,60; KRS 5,5325; KRN 5,8050; cours médian des monnaies participant au SME 1,0705. 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 dollar EU, qui se sont éloignés le plus de leurs cours pivots bilatéraux actuels.

8 mars 1984

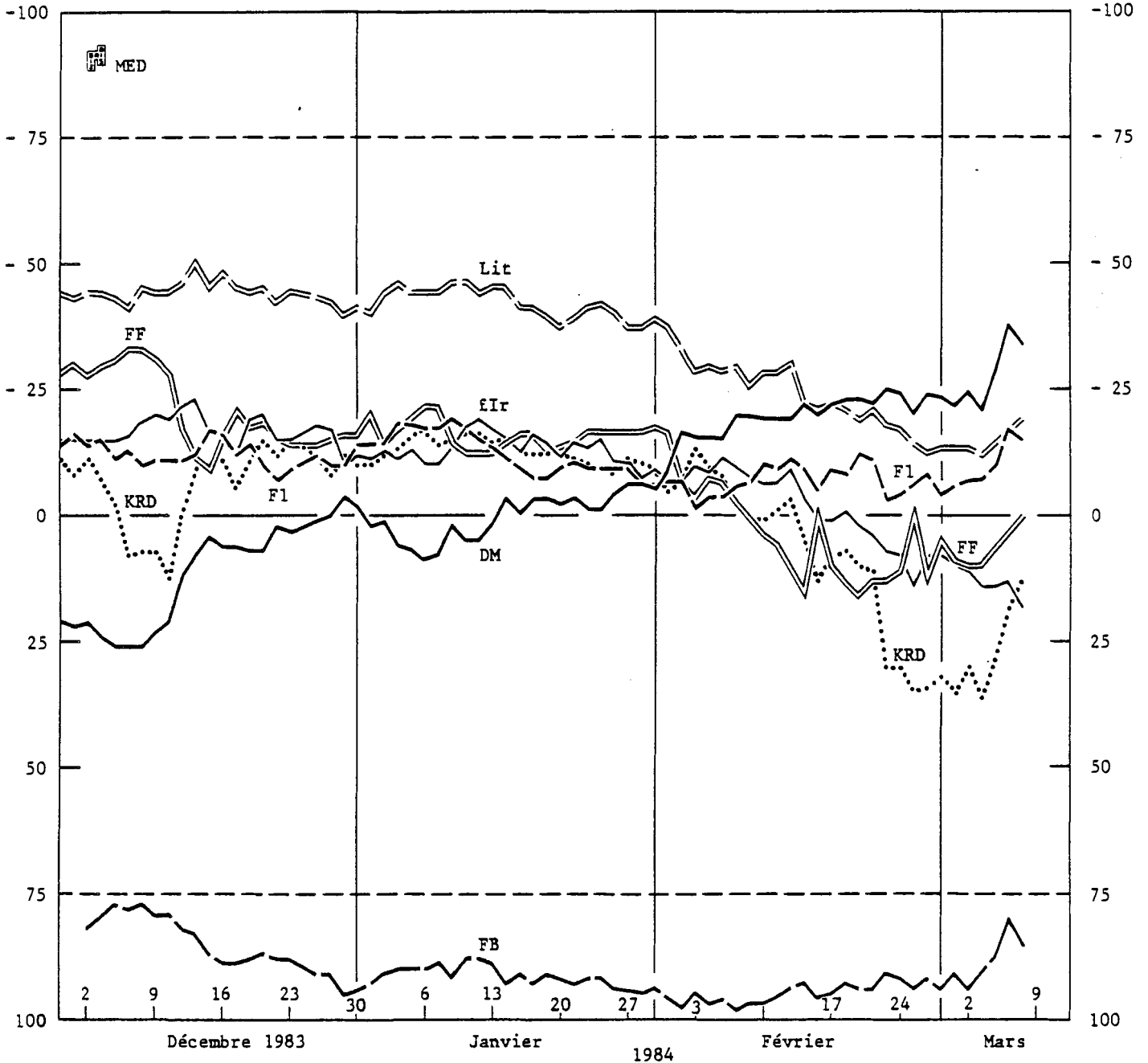
MOUVEMENTS A L'INTERIEUR DE LA GRILLE DE PARITES DU SME
 CALCULES SUR LA BASE DES COURS OFFICIELS DE L'ECU DANS LES
 DIFFERENTES MONNAIES PARTICIPANTES



* 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 $\pm 2,25\%$.

8 mars 1984

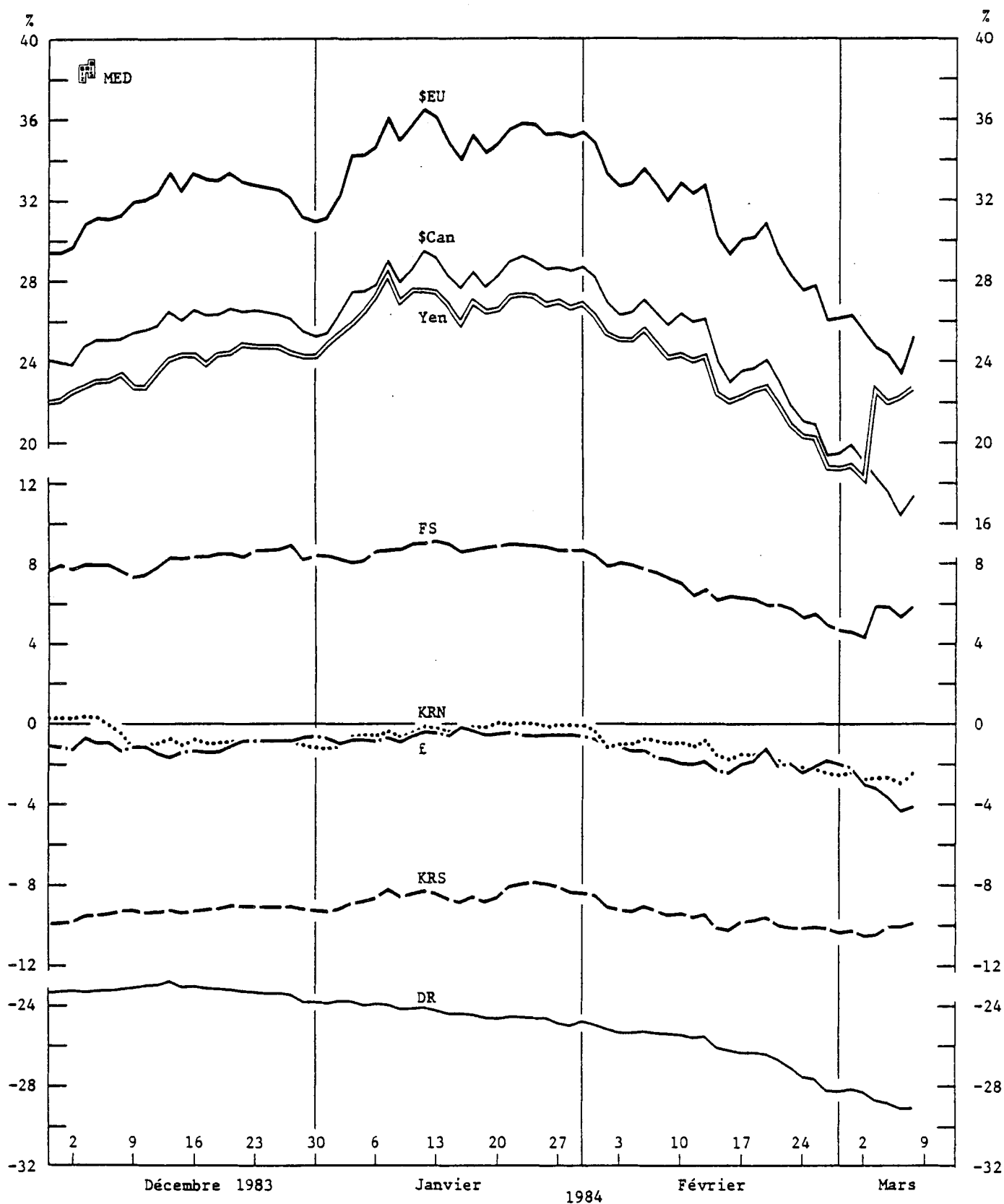
EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE *



* 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.

8 mars 1984

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 MARCHÉ RELEVÉS LE 31 DECEMBRE 1981 *



* £ 0,566523; DR 62,2263; \$EU 1,08517; \$Can 1,28723; FS 1,95169; Yen 238,304; KRS 6,00373; KRN 6,29944.

8 mars 1984

PROJET DE DECLARATION DU CONSEIL DES MINISTRES DE LA C.E.E.
A L'OCCASION DU 5ème ANNIVERSAIRE DU S.M.E.

Les Ministres de l'Economie et des Finances de la Communauté Economique Européenne, réunis le 12 mars 1984, veille du 5ème anniversaire de la création du S.M.E. ont examiné en commun les résultats concrets de cette expérience.

Ils ont constaté avec satisfaction que l'objectif essentiel fixé au S.M.E. par le Conseil Européen de BREME
c'est-à-dire d'

- "Etablir une coopération monétaire plus étroite, aboutissant à une zone de stabilité et de solidarité en Europe" a été atteint. En effet les variations de change ont été considérablement atténuées, la concertation et la coordination des politiques monétaires ont été renforcées et la convergence des situations économiques a notablement progressé.

Nous tenons pour particulièrement remarquable le fait que ces résultats positifs ont été obtenus en dépit des perturbations sans précédent de la conjoncture économique et monétaire mondiale. Le S.M.E. a eu le mérite d'atténuer ces secousses pour l'Europe et nous le considérons donc comme un acquis précieux. Nous sommes donc unanimes à souhaiter le préserver et le renforcer. Tel est notre objectif premier. Nous ne le considérons pas, pour autant, comme un ensemble achevé et gardons à l'esprit les objectifs à plus long terme définis par la résolution du Conseil Européen du 5 décembre 1978. Nous saisissons donc les meilleures occasions de le faire progresser par des adaptations concrètes, tenant compte notamment des remarquables développements de l'ECU privé sur les marchés.

Nous considérons que les propositions de la Commission, ainsi que sa recommandation sur l'intégration financière constituent à cet égard une base très utile de travail.

Nous estimons enfin que l'entreprise que nous poursuivons ainsi est une contribution importante à l'oeuvre plus vaste de stabilisation du système monétaire international. En souscrivant à l'engagement monétaire international du Sommet de Versailles, les représentants de la Communauté avaient rappelé la complémentarité à cet égard des obligations de stabilité souscrites dans le cadre du S.M.E./