

PROCES-VERBAL \*  
DE LA 186e SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS  
DES BANQUES CENTRALES DES ETATS MEMBRES DE LA  
COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE  
TENUE A BALE, LE MARDI 15 MAI 1984 A 10 HEURES

---

Sont présents: le Gouverneur de la Central Bank of Ireland et Président du Comité, M. O 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 MM. Papademos et Papanicolaou; le Gouverneur de la Banque de France, M. de la Genière, accompagné par MM. Lefort et Waitzenegger; le Gouverneur de la Banca d'Italia, M. Ciampi, accompagné par M. Dini; le Président de la Nederlandsche Bank, M. Duisenberg, accompagné par MM. Szász, de Boer et de Beaufort Wijnholds; 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. Louw; M. Kees, Secrétaire du Comité monétaire; M. Jaans, Directeur Général de l'Institut monétaire luxembourgeois. Assistent en outre MM. Dalgaard et Raymond, Présidents de groupes d'experts. Le Secrétaire Général du Comité, M. Morelli, et son Adjoint, M. Bascoul, et MM. Scheller et Mortby sont aussi présents, ainsi que MM. Lamfalussy et Dagassan.

I. Approbation du procès-verbal de la 185e séance

Le procès-verbal de la 185e séance du 9 avril 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 10 juillet 1984, présentant par rapport au projet quelques modifications de caractère rédactionnel.

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 et la première quinzaine de mai 1984;
- Adoption par le Comité du rapport destiné aux Ministres des Finances des pays de la CEE

M. Dalgaard commente brièvement le rapport annexé au procès-verbal.

A. Exposé de M. Breen

Le Comité des Suppléants n'a pas de remarques particulières sur le texte du rapport couvrant le mois d'avril et les deux premières semaines de mai. Il a néanmoins noté que les banques centrales ont repris leurs ventes importantes de dollars qui ont pu freiner, au moins temporairement, l'appréciation de la monnaie américaine. Toutefois, les facteurs monétaires qui contribuent à cette appréciation - hausse des taux d'intérêt américains combinée avec des anticipations que ces taux se maintiendront à un niveau élevé ou même pourraient encore augmenter - suggèrent que l'effet des interventions ne peut qu'être limité. Dans ces conditions, la question reste ouverte de savoir si la politique de taux d'intérêt dans les pays de la CEE devrait être adaptée, en particulier s'il était jugé souhaitable de contenir ou de renverser l'avance du dollar.

B. Discussion du Comité

M. Pöhl donne quelques indications sur les effets des relèvements de taux d'intérêt récents sur les taux d'intérêt allemands. Les différentiels de taux entre les Etats-Unis et l'Allemagne se sont fortement creusés depuis le début de l'année; par exemple, les taux sont respectivement, sur les marchés monétaires, de 11% pour les "Federal Funds" et de 5,5% pour les avances sur titres, et, sur les marchés des capitaux, de 13,6% et de 8%. Toutefois, cet élargissement n'a pas jusqu'ici influencé de manière déterminante la relation dollar/deutsche mark, et un certain raffermissement de ce dernier s'est même produit. Si la montée des taux d'intérêt américains devait continuer - ce que beaucoup d'observateurs craignent - il deviendra de plus en plus malaisé en Allemagne de maintenir le niveau actuel des taux d'intérêt qui est relativement faible. Quelques signes d'une augmentation des taux ont d'ailleurs déjà été observés dans le compartiment long. Il semble cependant que les

taux américains font l'objet d'exagérations surtout si l'on tient compte du taux d'inflation actuel.

M. de la Genière présente quelques éléments sur l'évolution en France. Le franc français est relativement fort depuis le mois de février et la Banque de France en a profité pour reconstituer ses réserves. Toutefois, la balance des paiements courants demeurant déficitaire (environ -15 milliards de francs au premier trimestre 1984), les achats de devises reflètent des mouvements de capitaux à court terme, les mouvements de capitaux à long terme étant en général équilibrés en France. Cet afflux de "hot money" tient au différentiel de taux d'intérêt qui est substantiel, environ 5 à 6 points par rapport au deutsche mark, et plus faible, de l'ordre de 2 points, à l'égard du dollar. Début mai, la Banque de France a pu, de ce fait, réduire très légèrement, de 12 à 11 3/4%, son taux d'intervention sur le marché monétaire. Il va de soi que si les taux d'intérêt à l'étranger, en particulier aux Etats-Unis, et par contrecoup en Allemagne, augmentaient, l'orientation à la baisse esquissée en France serait très difficile à maintenir. La politique économique française, actuellement très restrictive, vise à créer un différentiel de croissance de nature à faciliter le rééquilibre de la balance commerciale. Si une hausse des taux d'intérêt à l'étranger devenait marquée et durable, elle pourrait avoir un effet négatif sur la croissance des pays intéressés et réduirait ainsi le différentiel de croissance entretenu en France. En pareil cas, les autorités françaises seraient obligées soit d'en accepter les conséquences sur la balance des paiements et sur le franc, soit de resserrer un peu plus leur politique; or le chômage est actuellement en pleine expansion et il crée des tensions politiques et sociales qui sont en outre alimentées par les efforts de restructuration faits dans certaines branches économiques. Dans le domaine des prix, la désinflation est en cours (le taux annuel a été ramené de 9,5% fin 1983 à 8,5% en mars) et devrait se poursuivre grâce notamment à la désindexation des salaires.

M. Ciampi rappelle qu'en Italie le taux d'escompte a été abaissé de un demi-point début mai. Cette mesure, qui s'ajoute à une réduction de un point à la mi-février, sanctionne le mouvement de repli des taux d'intérêt qui s'est développé sur le marché monétaire et sur le marché financier depuis l'automne 1983. Au cours de cette période, l'inflation a également

fléchi et le taux annuel a été ramené de 16% à 12% en avril 1984. Ces baisses du taux officiel reflétaient aussi une politique de souplesse introduite il y a un an lorsque, avec l'abandon du plafond imposé au crédit, il a été décidé de recourir davantage aux instruments de régulation indirecte pour atteindre les objectifs de progression du crédit interne.

M. Leigh-Pemberton indique que la hausse récente de un demi-point du taux de base des banques au Royaume-Uni reflète un certain climat qui s'est développé sur le marché de Londres et que les autorités auraient bien du mal à contrarier; elle résulte en fait essentiellement de l'attraction des taux d'intérêt américains. Il est à noter que l'évolution de la livre sterling a été satisfaisante - depuis la séance du Comité d'avril, elle a moins baissé par rapport au dollar que d'autres monnaies - mais que le marché n'a pas jugé très favorablement les derniers chiffres, pourtant assez satisfaisants, de l'évolution des agrégats monétaires. Les autorités monétaires britanniques ont estimé que la légère hausse des taux pratiquée par les banques commerciales ne devrait pas être préjudiciable à la reprise de l'activité économique.

M. Duisenberg signale que la plupart des indicateurs économiques aux Pays-Bas montrent une direction ascensionnelle et le produit national brut réel devrait croître de 2,5 à 3% en 1984. La politique de maîtrise des finances publiques a enregistré des succès: pour la première fois depuis six ans, le solde à financer de l'Etat sera réduit de 1% en termes de revenu national et la dépense publique de 2%. Les bénéfices des entreprises se reconstituent et la part du produit du travail dans le revenu national baissera d'environ trois points. Le chômage reste très élevé et se situe à 18% de la population active, mais son augmentation a été arrêtée au cours des derniers mois; la lutte contre le chômage est rendue difficile par le fait que l'offre de main-d'oeuvre progresse plus fortement (un point et demi par an) que dans les autres pays européens. L'inflation a enregistré une légère accélération depuis mars et le taux annuel s'établit actuellement à 3,5%. Ce chiffre, qui est à comparer aux prévisions de 3% pour l'ensemble de l'année, reflète peut-être un alourdissement des impôts et taxes appliqué en février. La tendance à l'accélération de la croissance monétaire, qui avait été observée au second semestre 1983, s'est heureusement renversée

en février. La Nederlandsche Bank n'a donc pas eu à prendre de mesures; elle serait prête toutefois à le faire si l'expansion monétaire reprenait son rythme de l'an dernier.

Le Président observe qu'il existe un certain chevauchement entre ce point II de l'ordre du jour et le point III, et qu'en outre les discussions de Rambouillet, qui ont porté sur certaines de ces questions, seront reprises ultérieurement sous "Divers".

Le Président ajoute qu'en Irlande les taux d'intérêt du marché sont restés élevés mais ils sont stables depuis environ huit mois et tendent même à décliner légèrement, ce qui pourrait donner l'occasion à la banque centrale de réduire son taux directeur de un demi-pourcent. Le rythme d'inflation baisse également et le taux annuel, qui était de 10% fin 1983, pourrait être ramené à 7% en 1984 selon les prévisions officielles.

III. Examen des politiques monétaires en vigueur dans les pays membres de la CEE sur la base:

- du Rapport No 24 établi par le groupe d'experts présidé par M. Raymond;
- de la Série mensuelle de statistiques.

A. Exposé de M. Raymond

La présentation du Rapport No 24 a été légèrement modifiée par rapport à celle des précédents rapports pour plusieurs raisons.

- Une première raison tient à la continuité de l'évolution économique pendant la période couverte par les deux rapports semestriels successifs. Cette évolution comporte des éléments incontestablement favorables: une amélioration de la croissance économique d'ensemble, une normalisation relative des paiements courants, une meilleure flexibilité des revenus réels et un certain déclin de l'inflation. Aussi a-t-il été possible de regrouper tout ce qui touche à l'environnement des politiques monétaires dans un chapitre unique qui est le chapitre I.

- Une deuxième raison tient à la difficulté plus grande semble-t-il d'interpréter le degré de sévérité des politiques monétaires en vigueur dans les pays membres; aussi le chapitre II, qui porte sur ce sujet, est-il

plus développé que d'habitude; il analyse un certain nombre de sources d'incertitude. Les unes sont des éléments qui se révèlent temporairement favorables au développement du marché financier et il en est résulté des transferts entre la monnaie et les actifs financiers. C'est le résultat dans certains pays de l'innovation financière, dans d'autres de l'évolution des taux d'intérêt et des anticipations des taux. D'autres facteurs d'incertitude tiennent à la conjoncture, l'accélération de la croissance ayant normalement pour effet de réduire temporairement la liquidité de l'économie. En bref, ce chapitre conclut que si les dérapages qui avaient été notés dans le Rapport No 23 pour le premier semestre de 1983 ont été corrigés durant la dernière partie de l'année, la fermeté actuelle des politiques monétaires n'est pas excessive et paraît même insuffisante dans certains pays où subsistent d'importants points faibles.

- Une troisième raison de modifier la structure du rapport a été le désir des experts de développer, dans le chapitre III, des conclusions plus substantielles que d'habitude et peut-être aussi plus provocantes.

Le groupe précisément a mis en relief la persistance de certains déséquilibres que l'amélioration d'ensemble ne doit pas masquer. Il en est ainsi très généralement dans le domaine de la politique budgétaire où les progrès accomplis ont été en 1983 nuls ou décevants et, dans certains pays, en matière d'inflation et de déficit extérieur. Enfin, partout, le sentiment est que les bénéfices des entreprises sont encore trop bas et ne se reconstituent pas assez vite. Le groupe redoute un certain relâchement des efforts entrepris et les progrès annoncés pour 1984 (voir spécialement le tableau 1) sont modestes dans certains domaines: plusieurs pays qui ont encore un déficit notable des paiements courants ne l'amélioreront pas sensiblement en 1984 et, dans certains pays, malgré un recul, les taux d'inflation resteront élevés.

Le développement des exportations procure pourtant, à l'heure actuelle, un environnement plus favorable à une accentuation des mesures d'ajustement là où elles demeurent encore nécessaires. Les experts ont le sentiment que le but est moins éloigné et moins difficile à atteindre maintenant que durant les dernières années, et qu'il faut profiter de l'accalmie actuelle pour l'atteindre sans attendre la prochaine récession aux Etats-Unis.

Sur ces bases, le groupe recommande de maintenir le contrôle monétaire à son degré actuel de restriction ou de sévérité dans les pays les mieux placés et de l'accentuer quelque peu dans les autres; il invite les autorités monétaires à se méfier d'une lecture trop rapide des statistiques et à mesurer soigneusement l'incidence des transferts en cours de la monnaie vers les actifs financiers. Enfin, le groupe estime que la grille actuelle de parités au sein du SME devrait être défendue. Certes, des divergences subsistent entre pays membres principalement pour les taux d'inflation, et le maintien de la grille actuelle ne sera donc pas nécessairement facile ou agréable pour les pays à monnaie faible, surtout si le dollar entamait une baisse rapide. Toutefois, il a semblé aux experts que les facteurs fondamentaux des économies européennes sont orientés d'une façon plus favorable à la stabilité du SME que ce ne fut le cas les années précédentes et ils pensent que la stabilité du système pourrait être sauvegardée par des ajustements appropriés de politique monétaire, ce qui serait certainement plus conforme à l'esprit du SME et à l'intérêt de l'Europe qu'un nouveau réalignement.

#### B. Exposé de M. Breen

Le Comité des Suppléants a apprécié la haute qualité du rapport présenté par M. Raymond; il a relevé les trois thèmes du chapitre "Questions de politique économique", les a trouvés provocants et recommandent aux Gouverneurs de les discuter. Sur ces trois points, les Suppléants ont exprimé les vues suivantes:

- La politique budgétaire continue d'être insatisfaisante dans plusieurs pays de la CEE. Dans une certaine mesure, la situation conjoncturelle plus favorable n'a pas été mise à profit; cela constitue une menace pour de nouveaux progrès dans le rétablissement de l'équilibre des balances des paiements et limite la liberté d'action de la politique monétaire. Les niveaux élevés actuels des taux d'intérêt alourdissent la charge du service de la dette publique et, dans les pays où le déficit budgétaire est financé au moyen d'emprunts à l'étranger, ces niveaux ont aussi accru les déficits des paiements courants. Une telle évolution rend plus urgente une correction des déséquilibres budgétaires structurels; les Suppléants ont toutefois reconnu que la correction de ces déséquilibres ne peut être réalisée que graduellement.

- Les Suppléants ont noté que la détermination de maîtriser l'inflation et la croissance monétaire semble s'être quelque peu affaiblie. En outre, des facteurs externes, tels que la fermeté du dollar, ont contribué à rendre moins favorables les perspectives en matière d'inflation. Les Suppléants considèrent qu'il s'agit d'une évolution préoccupante dans un domaine de responsabilité des banques centrales.

- Les Suppléants partagent l'appréciation du rapport sur le fait que la structure actuelle des parités au sein du SME est appropriée et que les politiques devraient être orientées pour maintenir cette structure. De plus, il ne leur semble pas opportun de discuter maintenant une stratégie pour faire face à d'éventuelles tensions dans le SME. Cette question ne semble pas d'actualité, compte tenu de l'actuelle fermeté du dollar et, en outre, les balances des paiements, spécialement des paiements courants, se sont généralement améliorées bien que dans certains pays la compétitivité apparaisse en régression. Il a été enfin souligné que si des tensions au sein du SME se développaient à nouveau, l'action dans le domaine monétaire ne devrait pas incomber exclusivement aux pays à monnaie faible; les forces du marché pourraient faire baisser les taux d'intérêt dans les pays à monnaie forte.

### C. Discussion du Comité

M. Chalikias exprime son appréciation pour la qualité du rapport et de ses annexes qui sont extrêmement utiles. Bien qu'insuffisants, surtout si l'on tient compte de l'amélioration de la situation économique mondiale et des aménagements de politique économique opérés depuis deux ans, des progrès ont cependant été obtenus en Grèce. En particulier la politique des revenus a entraîné une baisse des salaires réels, la politique monétaire a été resserrée et une certaine décélération de l'inflation s'est produite. La lenteur dans l'ajustement s'explique par le retard de la mise en oeuvre de politiques de stabilisation; en effet, jusqu'en 1982, une politique économique expansionniste et une politique monétaire accommodante ont été suivies avec, pour conséquence, une accumulation des pressions inflationnistes et une dégradation des anticipations. Une réduction du déficit du secteur public est particulièrement nécessaire car, à son niveau actuel, il pèse lourdement sur la gestion



monétaire de la balance des paiements et produit des effets d'éviction du secteur privé. De nombreux changements ont été introduits depuis deux ans dans la politique monétaire; ils ont porté notamment sur une rationalisation de la structure des taux d'intérêt et du système de contrôle des crédits et sur une amélioration des méthodes et du coût de financement du secteur public. En dépit de ces aménagements importants, les taux d'intérêt réels sont encore négatifs en Grèce, ce qui est défavorable à une saine allocation des ressources financières et au redressement de la balance des paiements.

M. de la Genière présente une observation sur un passage du rapport (page 8 de la version française) où il est dit que, par suite d'innovations financières en France, des placements en valeurs mobilières qui s'apparentent très largement à des actifs monétaires, se sont fortement accrus et que, de ce fait, "les résultats obtenus en matière d'agrégats monétaires en 1983 n'incitent guère à penser que l'expansion monétaire et l'inflation continuent d'être maîtrisées d'une manière ferme". Cette critique n'est acceptable qu'en partie pour les raisons suivantes. Le marché financier s'est rapidement développé en France depuis 1978 par suite notamment des efforts des autorités monétaires pour favoriser une augmentation des taux d'intérêt à long terme. A partir de 1980, ces taux étant devenus largement positifs en termes réels, le marché a accentué son expansion et s'est trouvé en partie auto-alimenté par le réinvestissement des amortissements et du produit des taux d'intérêt.

Des facteurs réglementaires et fiscaux se sont ajoutés en 1980 et 1981, favorisant le développement de fonds communs de placements en valeurs mobilières. Le marché secondaire de ces fonds est extrêmement actif, de sorte que la liquidité de ces placements est peu différente de celle des actifs liquides en banque, alors que leur rendement est plus favorable, pour des raisons fiscales et réglementaires, que celui des actifs liquides en banque. Il est donc exact que l'expansion des agrégats monétaires a été modérée en France par ce ripage de l'épargne bancaire liquide vers une épargne boursière quasi liquide. Mais on ne doit pas négliger le fait que cette évolution comporte un élément favorable en ce sens que l'épargnant français a pu se familiariser avec le marché des valeurs mobilières par l'intermédiaire de ces fonds communs de placement.

M. Godeaux trouve le rapport des experts à la fois synthétique et fort bien documenté et peut se rallier à ses conclusions. En Belgique, même si l'objectif de la politique monétaire n'est pas exprimé en termes d'agrégats monétaires, ceux-ci sont calculés et M2 national est jugé plus représentatif que M2 harmonisé; la grande différence entre les deux tient à ce que M2 national comprend les dépôts en banque libellés en francs belges constitués par des résidents belges auprès de banques à l'étranger, en particulier au Luxembourg et aux Pays-Bas. Ces différences statistiques montrent combien il est difficile de saisir, dans des pays aussi proches que ceux de la CEE, des réalités semblables.

Le gouvernement belge continue de mettre en place le plan de redressement des finances publiques; les contacts entre les partenaires sociaux se poursuivent et, malgré des tensions épisodiques, il semble que le gouvernement réussira et que son programme sera effectivement mis au point et rendu obligatoire dans les semaines prochaines.

M. Leigh-Pemberton relève dans l'excellent rapport du groupe qu'avec la reprise de la croissance économique il existe des dangers de résurgence de l'inflation et que la lutte contre celle-ci risque de se relâcher quelque peu. Il note aussi qu'en ce qui concerne les taux d'intérêt réels il n'y a pas de conclusions très précises. La mesure des taux d'intérêt réels est une entreprise fort malaisée mais il serait souhaitable que, dans ses rapports, le groupe se penche davantage sur cette question et essaie de présenter des éléments de jugement. Les taux réels sont en effet un repère essentiel pour analyser convenablement les politiques menées par les différents pays. Au Royaume-Uni, par exemple, les taux actuels ne sont pas considérés comme excessivement élevés et ne paraissent pas freiner la croissance économique.

M. Hoffmeyer indique que le taux de croissance au Danemark (+3% en 1983) a été le plus remarquable de la CEE mais a exercé des pressions sur l'économie. Ainsi que l'a demandé la banque centrale, le gouvernement a resserré la politique budgétaire et la politique des revenus; celle-ci comportera en particulier une nouvelle suspension pour deux ans de l'indexation, ce qui devrait aboutir pratiquement à une abolition. L'augmentation des prix au cours des derniers mois relève principalement de facteurs spéciaux

(si l'on ne prend que ceux-ci, le taux d'inflation annuel serait de 4 à 4,5%) mais il est évident que d'autres facteurs, comme le cours du dollar, ont aussi une certaine influence.

M. Ciampi marque son accord avec la conclusion principale du rapport, à savoir que l'orientation de la politique monétaire doit rester prudente surtout maintenant que la reprise s'est étendue et surtout dans les pays où l'inflation est encore élevée et au-dessus de la moyenne communautaire. C'est vrai en particulier pour l'Italie, mais dans ce pays le retour à une croissance équilibrée et la lutte contre l'inflation se heurtent aux conflits déjà anciens entre la politique monétaire et la politique budgétaire. La pression exercée sur les marchés par le solde public à financer est une des causes génératrices des innovations financières mentionnées dans le rapport. L'évolution des agrégats monétaires est devenue peut-être plus maîtrisable mais, à la longue, la marge ouverte à l'action monétaire peut être entamée par les effets pervers sur le déficit public entraînés par l'augmentation des taux d'intérêt. La Banca d'Italia a pu, de la sorte, réduire considérablement sa participation au financement du déficit public (de 25% du déficit en 1980 à 1% en 1983).

En ce qui concerne les questions de politique économique présentées en fin de rapport, au chapitre III, 3, M. Ciampi estime que le jugement des experts va trop loin; il convient certainement de résister aux pressions des marchés des changes et au danger de valider des anticipations déstabilisatrices; il est vrai cependant que si les données fondamentales changeaient dans les relations entre les grandes monnaies mondiales, un élargissement du différentiel des taux d'intérêt entre les pays du SME ne serait pas suffisant.

Le Président rappelle que l'économie irlandaise a passé par un tournant en 1983 lorsque les principaux indicateurs ont montré que le pays sortait de la récession avec une reprise des exportations et de la demande, une augmentation de la production industrielle et des importations, et une baisse de l'inflation dont le taux annuel devrait tomber à 7% fin 1984, un chiffre de 5% étant même espéré pour 1985. En revanche, malgré l'engagement du gouvernement à éliminer le déficit public d'ici 1987, la Central Bank of Ireland estime que l'ajustement budgétaire est insuffisant et lent et elle le dira dans son rapport annuel qui sortira vers la fin de mai.

En ce qui concerne le rapport du "Groupe Raymond", le Président s'associe pleinement aux commentaires élogieux qui ont été exprimés par les Suppléants et par les Gouverneurs, et à l'idée que la situation actuelle justifie un dosage judicieux de satisfaction et de prudence; par ailleurs, il note les remarques de M. Leigh-Pemberton à propos des taux d'intérêt réels et les réserves de M. Ciampi sur les suggestions faites par les experts dans les conclusions du rapport au sujet de la défense de la grille actuelle des parités au sein du SME.

IV. Autres questions relevant de la compétence du Comité:

- Rapport No 51 du groupe d'experts présidé par M. Dalgaard sur les questions soulevées par les activités des banques centrales sur les marchés de l'Ecu

Le Président rappelle que le rapport No 51 a été diffusé par le Secrétariat, le 25 avril, accompagné d'une note du Président du Comité des Suppléants résumant les conclusions et les propositions de ces derniers.

M. Breen rappelle que les Suppléants recommandent au Comité de prendre acte du Rapport No 51 et d'approuver à la fois les conclusions et les propositions des Suppléants. Celles-ci sont, en bref, les suivantes:

- il n'est pas nécessaire de formuler des règles spéciales s'appliquant aux opérations et aux encours des banques centrales de la CEE en Ecus privés;
- l'utilisation des Ecus privés dans les règlements au sein du SME n'aurait lieu que par accord mutuel;
- l'évolution des activités des banques centrales sur les marchés de l'Ecu privé devrait être suivie de près, et les Suppléants se proposent d'entreprendre cette surveillance.

Le Président constate l'accord du Comité sur les conclusions et les suggestions des Suppléants.

- Suite à donner à la réunion informelle de Rambouillet des 12 et 13 mai 1984 des Ministres des Finances et des Gouverneurs de la CEE

Le Président tient tout d'abord à remercier M. de la Genière et à lui dire combien les Gouverneurs ont apprécié l'accueil, l'hospitalité et les attentions multiples dont ils ont été l'objet durant leur séjour

à Paris. En ce qui concerne les études à entreprendre sur la possibilité de renforcer le SME à travers l'Ecu, il propose d'inviter les Suppléants à préparer un rapport en s'inspirant des idées qui ont été évoquées à Rambouillet et pour lesquelles il a été dit qu'un aide-mémoire pourrait être diffusé prochainement. Etant donné que les Ministres des Finances sont convenus de revenir sur la question du SME lors de leur prochaine réunion informelle, à la mi-septembre, les Suppléants pourraient présenter un rapport intérimaire pour la séance du Comité du 10 juillet 1984.

M. Russo rappelle que les Ministres des Finances ont effectivement invité le Comité des Gouverneurs et le Comité monétaire à examiner les possibilités d'améliorations modestes mais significatives qui pourraient être apportées au SME. Diverses suggestions ont été faites durant la rencontre de Rambouillet, portant notamment sur l'acceptabilité de l'Ecu officiel, sa rémunération et les possibilités de mobilisation. La question de la composition du panier Ecu devra aussi être examinée. Il est possible qu'un aide-mémoire ou une sorte de relevé informel des conclusions des discussions de Rambouillet soit diffusé prochainement.

M. Pöhl souligne que les questions concernant le SME et notamment les modalités d'utilisation de l'Ecu officiel tombent vraiment dans la vocation première des banques centrales, alors que d'autres sujets, comme les emprunts communautaires et le concours financier à moyen terme, concernent davantage le Comité monétaire. Le Comité des Gouverneurs devrait donc se saisir des questions SME et Ecu dont le fondement juridique est d'ailleurs essentiellement l'Accord du 13 mars 1979 conclu entre les banques centrales. Le Comité des Suppléants devrait organiser ses travaux comme il l'entend en vue de permettre aux Gouverneurs de se prononcer d'ici la mi-septembre sur la "faisabilité" d'éventuelles modifications aux règles existantes du SME.

- Mise en cause du secret professionnel dans la fonction de contrôle des banques exercée par la Nederlandsche Bank

M. Duisenberg informe les Gouverneurs qu'à la suite de la déclaration en faillite d'une petite banque commerciale aux Pays-Bas, des municipalités, qui ont perdu une partie de leurs dépôts dans cette faillite, se

sont retournées contre la Nederlandsche Bank et lui ont réclamé une indemnisation en prétextant d'une surveillance ou d'un contrôle des banques insuffisant. Depuis deux ans, la procédure juridique s'est développée à propos notamment du droit de refus de témoigner que la banque centrale a opposé aux juges en raison du secret de fonction. L'affaire est maintenant devant la Cour suprême des Pays-Bas et devant la Cour de Justice européenne de Luxembourg; compte tenu de son importance en tant que principe et possible précédent, la Nederlandsche Bank a envoyé un mémorandum aux banques centrales et aux organes de contrôle des banques de la CEE ainsi qu'à la Commission; elle a prévu une réunion d'experts juridiques à Amsterdam afin d'examiner cette affaire et de voir quelles sont les démarches qui pourraient être éventuellement entreprises, notamment auprès des gouvernements respectifs, en vue de faire prévaloir ce droit au secret dans la fonction de contrôle des banques. M. Duisenberg souhaite pouvoir compter sur l'appui de ses collègues et de la Commission dans l'intérêt des banques centrales qui peuvent être confrontées à une situation de ce genre et aussi dans l'intérêt général.

Le Président est persuadé que les Gouverneurs réagiront de manière positive; il indique qu'un cas semblable a été traité récemment en Irlande et que la Cour suprême a confirmé le droit de la banque centrale de maintenir le secret de fonction.

#### V. Date et lieu de la prochaine séance

En raison de l'Assemblée annuelle de la BRI, le Comité, conformément à la tradition, ne tiendra en juin qu'une courte séance destinée principalement à adopter le rapport mensuel habituel. Cette séance aura lieu à Bâle, le lundi 18 juin 1984 à 10 heures. Le "groupe concertation" se réunira le lundi 18 juin à 8 h 30 en vue d'établir le projet de rapport mensuel.

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

---

AVRIL 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 d'avril et la première quinzaine de mai.

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

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

- amorcée depuis le milieu du mois de mars, la reprise du dollar s'est nettement accentuée, notamment durant la seconde quinzaine d'avril, vis-à-vis des monnaies européennes;
- celles-ci ont aussi fait preuve de faiblesse, mais dans une moindre mesure, vis-à-vis du dollar canadien et du yen;
- pour la première fois depuis le début de l'année, le fonctionnement du mécanisme de change européen n'a requis aucune intervention aux cours limites.

Le dollar s'est apprécié par rapport à toutes les monnaies sous l'influence de deux facteurs: ralentissement apparemment moindre que prévu

---

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

en général de l'expansion économique aux Etats-Unis et anticipations croissantes d'une fermeté persistante, voire d'une nouvelle hausse des taux d'intérêt américains. Avec effet au 9 avril, la Réserve Fédérale a relevé d'un demi-point son taux d'escompte pour le porter à 9%, le rapprochant ainsi des taux du marché monétaire. Le dollar a également bénéficié de l'attention portée par l'opinion publique aux conflits sociaux dans certains pays européens. Au total, la monnaie américaine a progressé en moyenne de 4,6% à l'égard des monnaies du mécanisme de change européen, de 3,0% environ vis-à-vis de la livre sterling et de 1,0% par rapport au yen japonais.

Dans le SME, la largeur de la bande de fluctuation des monnaies observant la marge étroite est devenue inférieure à 2% durant la seconde quinzaine. La lire, le franc belge et le franc français se sont quelque peu raffermis vis-à-vis des autres devises du dispositif de change.

Le deutsche mark s'est affaibli vis-à-vis des autres monnaies du SME. Ce mouvement a reflété l'appréciation du dollar EU entraînée par la hausse des taux d'intérêt aux Etats-Unis, appréciation qui a été plus marquée vis-à-vis du deutsche mark qu'à l'égard des autres monnaies, étant donné le rôle joué par la monnaie allemande comme substitut du dollar EU. Les menaces de grève dans les secteurs de la métallurgie et de l'imprimerie en vue d'imposer la semaine de travail de 35 heures ont également contribué à l'affaiblissement du deutsche mark. Ainsi, celui-ci, qui avait encore occupé la première place au sein de la bande étroite au début du mois, a été rejoint dans les tout derniers jours par le florin.

Déjà bien orienté durant la première quinzaine, le franc français a fait l'objet d'une forte demande dans la dernière semaine. Au-delà des facteurs techniques de fin de mois, généralement favorables, une partie de cette demande paraît correspondre à la liquidation de positions à la baisse. L'appréciation du franc a été contenue par des interventions notables. Les taux de l'euro-franc ont enregistré une nouvelle détente.

L'amélioration du franc belge, perceptible depuis la mi-mars, s'est confirmée tout au long du mois. Bien que toujours isolé au bas de la bande communautaire, le franc s'est enfin éloigné progressivement de son cours limite inférieur vis-à-vis du mark. La Banque Nationale de Belgique a pu s'abstenir de toute intervention.



Le florin néerlandais a perdu un peu de terrain par rapport à la plupart des monnaies du SME, tout en restant à proximité du sommet de la bande, qui s'est rétrécie dans le courant du mois. Il s'est légèrement amélioré toutefois à l'égard du deutsche mark, malgré une certaine réduction de l'écart de taux d'intérêt entre les deux monnaies.

La couronne danoise s'est maintenue légèrement en deçà du milieu de la bande pendant le mois sous revue.

Grâce au raffermissement du dollar EU et au soutien modeste de la Central Bank of Ireland, la livre irlandaise est restée stable au sein du SME.

Après un raffermissement initial, la lire italienne s'est stabilisée au sein du SME. Cette stabilité a été en partie favorisée par les interventions de la Banca d'Italia qui a procédé à d'importants achats de dollars.

La livre sterling s'est négociée dans d'étroites limites tout au long du mois d'avril, dans un marché plutôt calme. Malgré un affaiblissement par rapport au dollar et en termes de taux de change effectif, dont l'indice est tombé de 80,1 à 79,7, la livre sterling s'est renforcée à l'égard des monnaies du SME.

La drachme s'est dépréciée de 3,8% par rapport au dollar EU et s'est appréciée de 0,4% vis-à-vis de l'Ecu. En termes de taux de change effectif, elle s'est affaiblie de 1,4%.

Le franc suisse a continué de jouer un rôle moins important sur les marchés des changes. On suppose que les investisseurs potentiels observent une certaine réserve avant le vote sur "l'initiative sur les banques" prévu pour le 20 mai, bien que l'on pense généralement que cette initiative lancée par les socialistes sera nettement repoussée. De plus, d'importantes conversions de produits d'exportations de capitaux ont été effectuées. Au total, toutefois, le cours de change du franc suisse vis-à-vis des monnaies européennes n'a été que peu modifié par le jeu de ces deux facteurs.

La couronne norvégienne s'est affaiblie de 3% par rapport au dollar et s'est renforcée de 1,3% à l'égard de l'Ecu. Les versements semestriels d'impôts sur le pétrole, dont le total en avril était proche de \$EU 2 milliards, ont été réglés principalement au moyen de contrats à terme venant à échéance conclus entre les banques commerciales et la Norges Bank, de sorte que le taux de change effectif de la couronne est resté très stable.

Soutenue par les résultats positifs des échanges commerciaux, la couronne suédoise s'est raffermie vis-à-vis de la plupart des monnaies européennes. Toutefois, elle s'est dépréciée de 3,4% par rapport au dollar EU et de 0,7 point en termes effectifs.

Le dollar canadien a été stable à l'égard du dollar EU pendant la majeure partie d'avril. Il a toutefois amorcé un mouvement de baisse en fin de mois, le marché subissant les effets d'une forte poussée spéculative, d'un termaillage dans les règlements commerciaux et d'inquiétudes renouvelées quant à l'impact sur la politique monétaire canadienne du rythme différent de la reprise économique au Canada et aux Etats-Unis.

Le yen japonais a baissé de 1,0% par rapport au dollar EU en raison de l'élargissement de l'écart de taux d'intérêt entre les deux monnaies; il a cependant progressé de plus de 3% par rapport aux grandes monnaies d'Europe.

## II. INTERVENTIONS

### A. Interventions en dollars EU

En avril, les banques centrales ont procédé à des achats nets de \$EU 0,7 milliard, se décomposant en 1,9 milliard d'achats et 1,2 milliard de ventes (en mars, on avait enregistré des ventes nettes pour \$EU 1,1 milliard).

Les principaux acheteurs de dollars ont été la Banca d'Italia, la Norges Bank et la Banque de France. La Deutsche Bundesbank et la Banque du Canada ont effectué les ventes de dollars les plus importantes.

### B. Interventions en monnaies communautaires

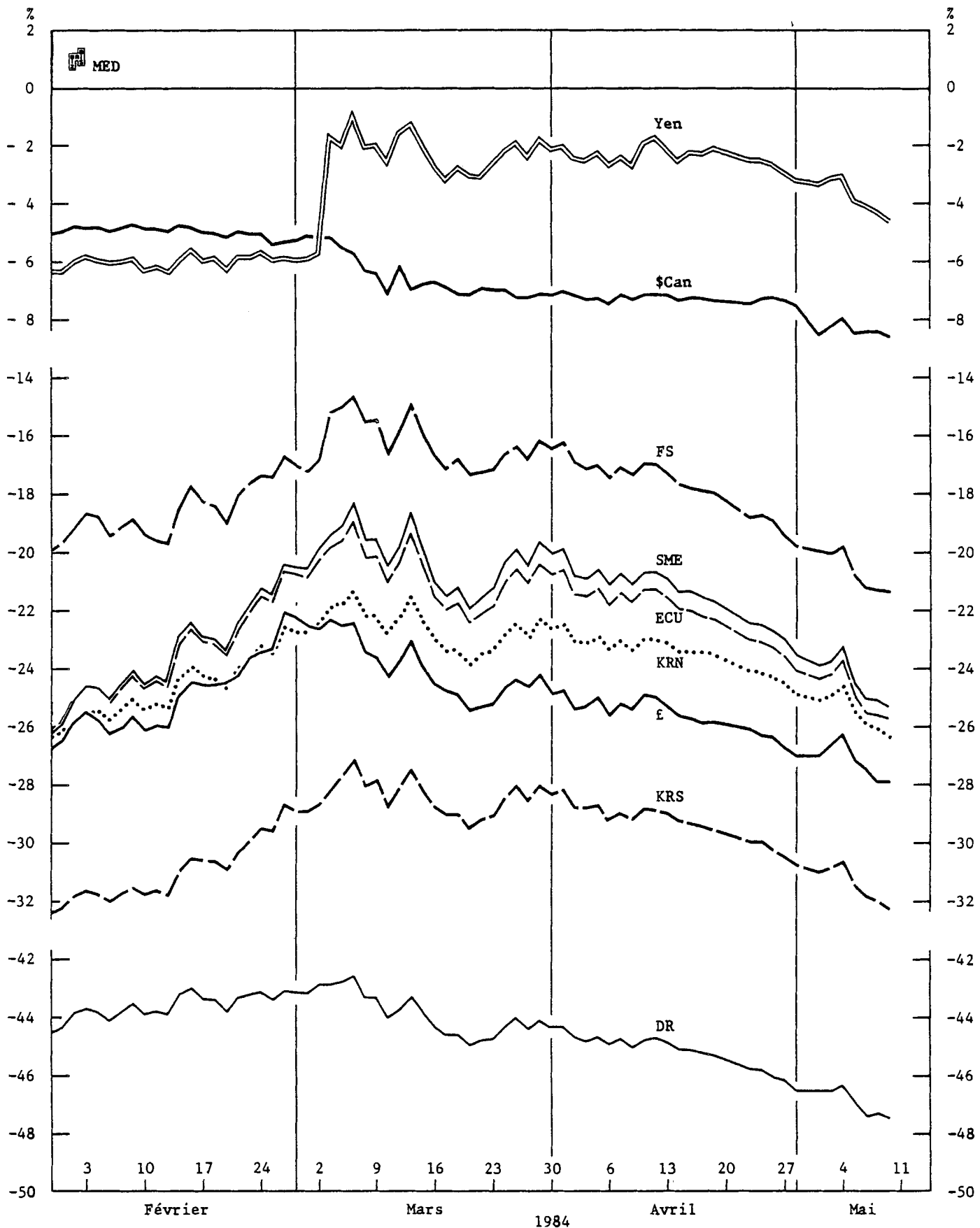
Les interventions en monnaies communautaires se sont quelque peu réduites par rapport à celles du mois précédent (\$EU 1 milliard contre \$EU 1,3 milliard). Elles ont porté presque entièrement sur des achats de deutsche marks effectués par la Banque de France.

### III. PREMIERE QUINZAINES DE MAI

Durant les deux premières semaines de mai, les tendances constatées en avril ont persisté. Le dollar des Etats-Unis a encore vivement progressé au cours de la deuxième semaine, notamment sous l'effet de l'accentuation de la hausse de ses taux d'intérêt. Des ventes de dollars par un certain nombre de banques centrales européennes ont contribué à infléchir cette tendance durant les deux derniers jours. Aussi l'avance du dollar a-t-elle pu être limitée à 1,7% en moyenne vis-à-vis des monnaies participant au mécanisme de change européen et à 1,5% contre le yen. Elle a été moins prononcée (1%) par rapport au dollar canadien qui a été soutenu par une hausse des taux d'intérêt internes et par quelques interventions, et vis-à-vis de la livre sterling (0,9%) dont les taux d'intérêt se sont raffermis.

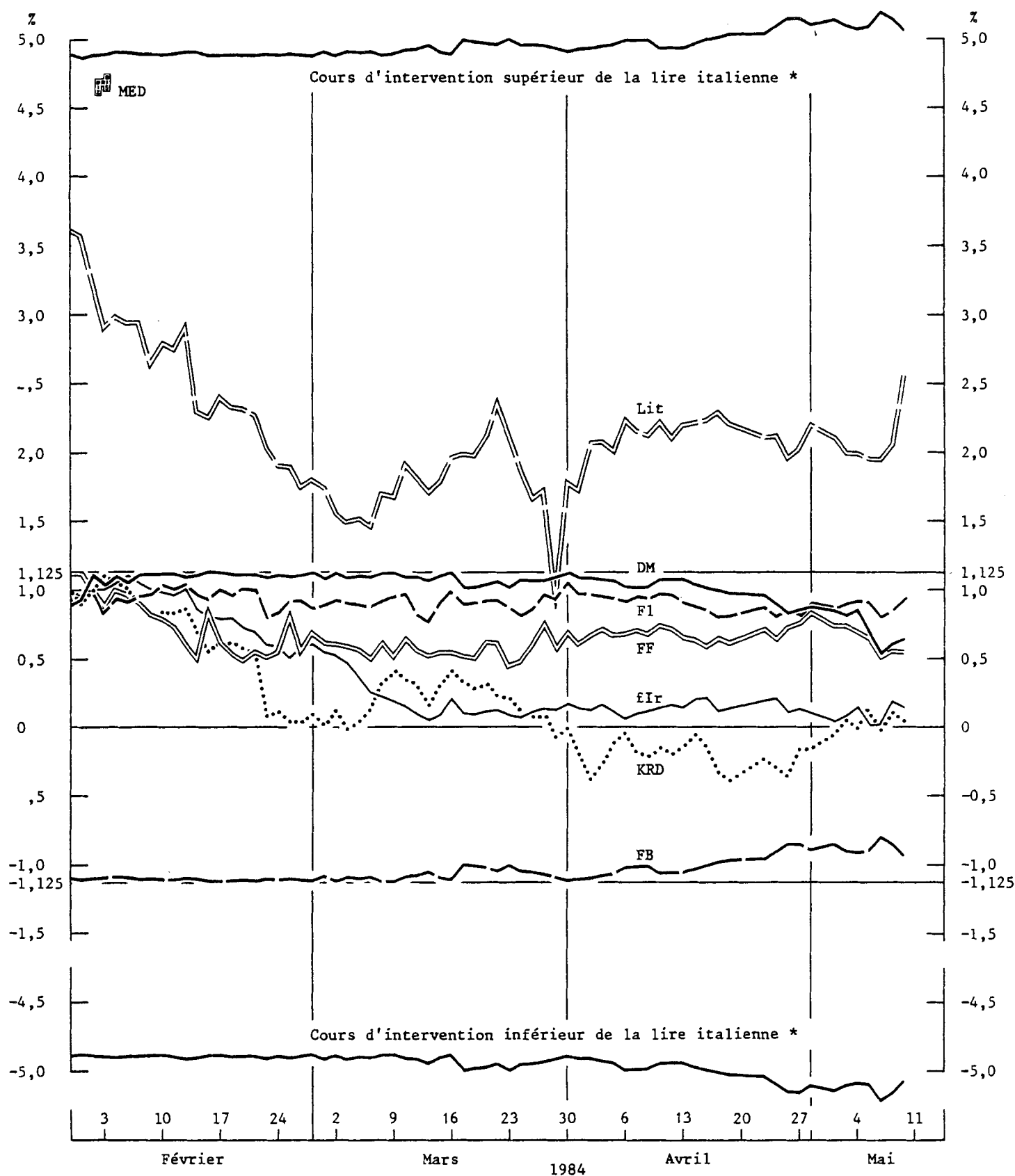
En liaison avec la prolongation des tensions sociales en Allemagne, le deutsche mark s'est encore légèrement replié au sein du dispositif de change européen, abandonnant au florin le premier rang des monnaies observant la marge de fluctuation de 2,25%. Cependant, sa dépréciation contre franc français a continué d'être enrayée par de notables interventions de la Banque de France. La bonne orientation de la lire a permis à la Banca d'Italia de poursuivre ses achats de devises. Le taux d'escompte officiel a été abaissé de 16 à 15,5% le 4 mai.

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.

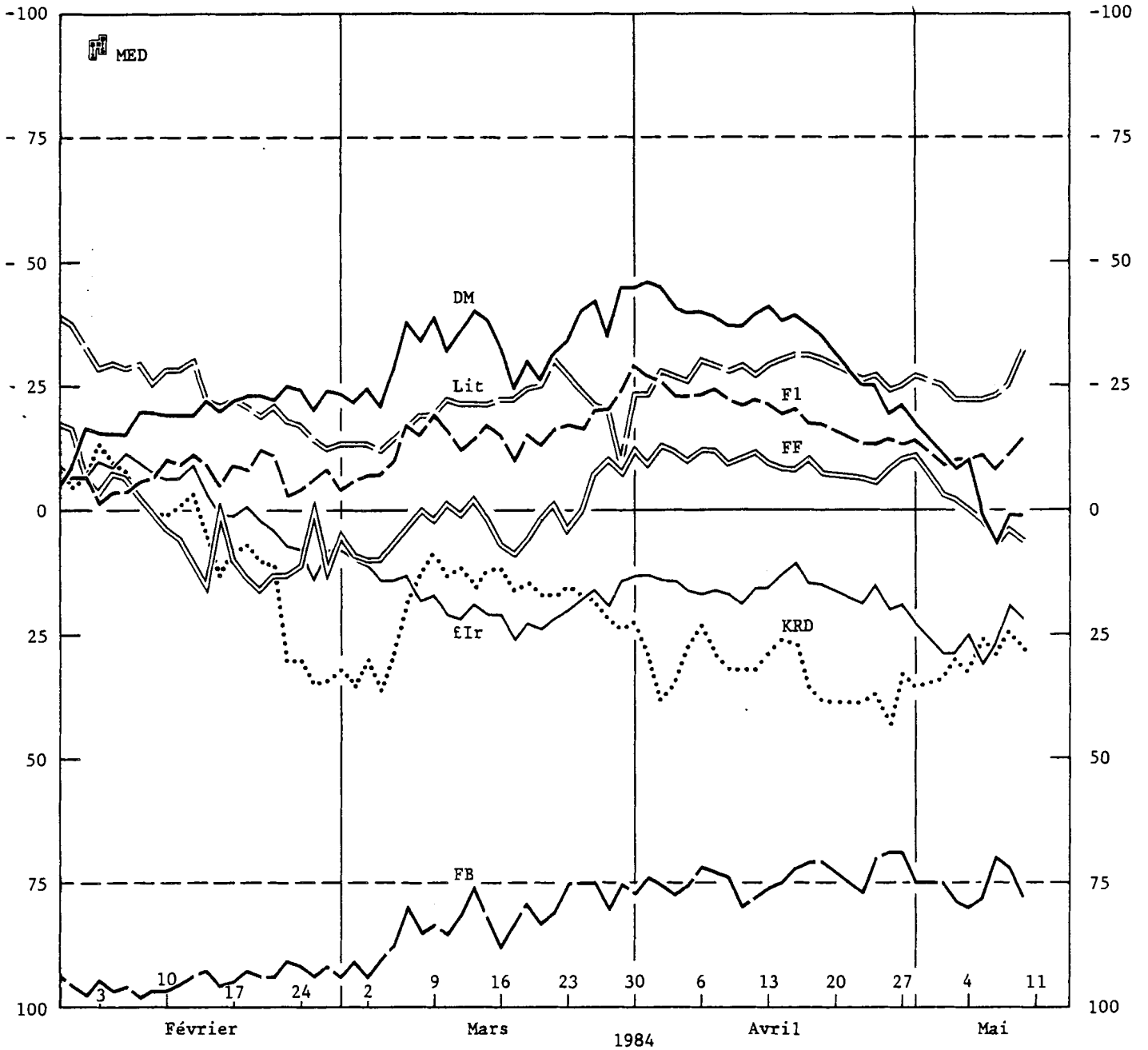
MOUVEMENTS A L'INTERIEUR DE LA GRILLE DE PARITES DU SME  
 CALCULES SUR LA BASE DES COURS OFFICIELS DE L'ECU DANS LES  
 DIFFERENTES MONNAIES PARTICIPANTES



\* 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  $\pm 2,25\%$ .

10 mai 1984

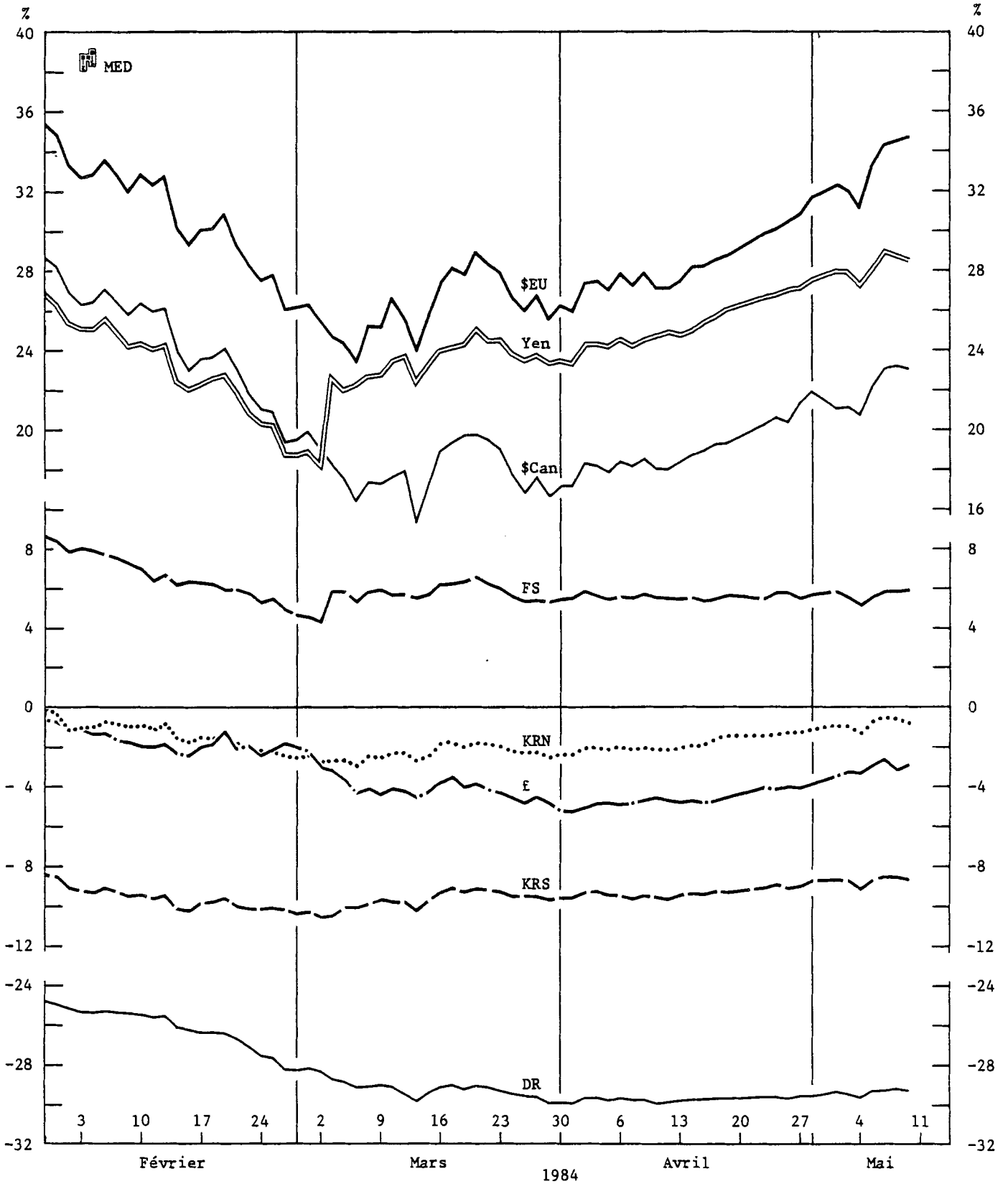
## EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE \*



\* 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  $\pm 100$ , le seuil de divergence étant  $\pm 75$ . 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.

10 mai 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.

10 mai 1984