

PROCES-VERBAL*
DE LA 189e SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS
DES BANQUES CENTRALES DES ETATS MEMBRES DE LA
COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE
TENUE A BALE, LE MARDI 11 SEPTEMBRE 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, Kloft et Häusler; le Gouverneur de la Banque de Grèce, M. Chalikias, accompagné par M. Papademos; le Gouverneur de la Banque de France, M. de la Genière, accompagné par MM. Waitzenegger et Cappanera; le Gouverneur de la Banca d'Italia, M. Ciampi, accompagné par MM. Dini, Magnifico et Saccomanni; le Président de la Nederlandsche Bank, M. Duisenberg, accompagné par MM. Szász, Boot et Brockmeijer; le Gouverneur de la Bank of England, M. Leigh-Pemberton, accompagné par MM. Loehnis et Balfour; M. Ortoli, Vice-Président de la Commission des Communautés européennes, accompagné par MM. Russo, Mingasson et Louw; M. Jaans, Directeur Général de l'Institut monétaire luxembourgeois. 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 Mortby sont aussi présents, ainsi que MM. Lamfalussy et Dagassan.

I. Approbation du procès-verbal de la 188e séance

Sous réserve de quelques amendements de caractère rédactionnel qui seront insérés dans le texte définitif, le Comité approuve à l'unanimité le procès-verbal de la 188e séance du 10 juillet 1984.

* Texte définitif, présentant par rapport au projet quelques modifications de caractère rédactionnel, approuvé lors de la séance du 13 novembre 1984.

Le Président indique que la révision de la composition du panier de l'Ecu, pour laquelle un document a été préparé par le Secrétariat sera traitée sous le point V de l'ordre du jour "Autres questions".

II. Examen des possibilités de renforcement du SME sur la base du rapport établi par le Comité des Suppléants

A. Exposé de M. Breen

A la suite de la demande exprimée par le Comité des Gouverneurs en juillet, les Suppléants ont étudié cette question en s'appuyant sur les travaux techniques qui font l'objet du Rapport No 53 du "Groupe Dalgaard". Les Suppléants ont présenté au Comité des Gouverneurs un rapport en date du 6 septembre 1984 qui reflète les positions enregistrées lors de leur réunion du 3 septembre. Deux éléments doivent être mis en relief:

- les Suppléants soulignent l'importance des cinq principes de base exposés à la page 2 de leur rapport et qui forment le cadre même de leur étude;
- les Suppléants ont fait tous les efforts possibles pour identifier les éléments d'un accord sur une solution globale équilibrée qui permettrait d'améliorer les conditions d'utilisation de l'Ecu; la plupart des Suppléants estiment que cet ensemble pourrait compter, en particulier, une augmentation de la rémunération et une plus grande mobilisation de l'Ecu; un certain nombre de Suppléants ont considéré qu'une modification du ratio de paiement serait réalisable.

Lors de leur réunion du lundi 10 septembre, les Suppléants se sont penchés à nouveau sur ces questions et trois observations concernant le texte de leur rapport doivent être mentionnées.

1. A la page 4 (version française), la dernière phrase de la section 1 "Plafonds d'accumulation" ne reflète pas de manière précise la position du Suppléant concerné. Cette phrase pourrait donc se lire désormais comme suit: "Un autre Suppléant a indiqué que le ratio de paiement actuel lui donnait satisfaction mais qu'il pourrait envisager un nouveau

système de plafond d'accumulation à condition qu'il y ait des règles claires pour la redistribution".

2. En ce qui concerne la section 2 "Ratio de paiements", page 4 (version française), il a été fait valoir que la suppression du ratio de paiement de 50%, par définition, permettrait une plus grande utilisation de l'Ecu. Néanmoins, tous les Suppléants n'ont pu accepter une modification de ce ratio comme partie d'une solution globale qui comprendrait entre autres une augmentation de la rémunération et des facilités de mobilisation.

3. Les Suppléants ont estimé que le chapitre II sur les tiers détenteurs d'Ecus (page 5 du rapport) devrait souligner que l'extension du droit de détenir des Ecus à des banques centrales non membres de la CEE devrait être vue comme étant avantageuse pour le SME.

En ce qui concerne l'introduction d'un système de mobilisation, qui avait trouvé un large appui lors de sa première présentation, le Comité des Suppléants a invité le "Groupe Dalgaard" à examiner les aspects techniques et numériques de cette proposition; les experts l'ont fait lundi après-midi et M. Dalgaard pourrait rendre compte de ces derniers travaux.

B. Exposé de M. Dalgaard

Le groupe a pris comme point de départ les hypothèses suivantes:

- les contributions des banques centrales seraient limitées à 20% de leurs actifs en dollars,
- les droits de mobilisation porteraient sur la totalité des positions créditrices nettes en Ecus et une fraction, par exemple 50%, des Ecus alloués; ils seraient temporaires et conditionnels, en fonction d'un besoin en monnaies d'intervention,
- un droit de désistement (opting out) existerait pour les banques centrales en difficulté.

Sur la base de ces hypothèses, le système proposé pourrait ne pas toujours répondre aux besoins ou souhaits de mobilisation théoriquement envisageables. Par exemple, deux banques centrales importantes, comme la Banque de France et la Banca d'Italia, auraient ensemble des droits de

mobilisation théoriques plus importants que les engagements de financement des autres; cela serait même vrai pour une seule institution, la Deutsche Bundesbank. En fait, la vraie question n'est pas l'abstraction mais la probabilité, et les calculs et simulations des experts ont montré qu'un système de mobilisation aurait fonctionné sans problème au cours des cinq dernières années si l'on retient des hypothèses réalistes.

En outre, il a été fait valoir qu'une utilisation très importante d'un tel système ne semble pas vraisemblable, étant donné, d'une part, le caractère temporaire de la mobilisation et son coût relativement lourd puisque les taux du marché seraient appliqués; d'autre part, l'absence d'abus dans le passé de la facilité existante de dénouement des swaps dollars/Ecus (celle-ci n'a été mise en oeuvre que deux fois pour des montants limités et des périodes très brèves).

Le groupe d'experts a évoqué quelques questions liées au fonctionnement du mécanisme de mobilisation:

- l'incidence sur les droits de mobilisation d'une baisse des Ecus alloués lors du renouvellement des swaps de création des Ecus avec le FECOM;
- la manière de traiter le dénouement des swaps dollars/Ecus (swaps qui représentent 25% du total des Ecus créés) par rapport à la nouvelle facilité de mobilisation;
- la fraction des Ecus alloués mobilisables.

Faute de temps, les experts n'ont pu avoir qu'un échange de vues très préliminaire sur ces questions.

C. Discussion du Comité

Le Président indique que pour la discussion le Comité dispose comme base des rapports écrits des Suppléants et des experts ainsi que des exposés que viennent de faire MM. Breen et Dalgaard; les Gouverneurs pourraient se concentrer sur les points qui apparaissent les plus importants, à savoir la rémunération de l'Ecu et le mécanisme de mobilisation, même si pour ce dernier des études complémentaires sont manifestement nécessaires.

M. Godeaux présente les remarques ci-après.

La Banque Nationale de Belgique et le gouvernement belge sont très attachés au SME qu'ils considèrent comme un élément essentiel dans la

convergence des politiques; il est douteux que sans les contraintes du système le programme de redressement qui porte progressivement ses fruits aurait pu être mis en oeuvre. Par ailleurs, en dépit d'une situation difficile de la balance des paiements, les autorités belges ont maintenu la liberté des mouvements de capitaux et ont favorisé l'utilisation privée de l'Ecu alors qu'une telle utilisation se traduit par des sorties nettes de capitaux.

Tous les Gouverneurs adhèrent sincèrement à la perspective d'un progrès du SME et notamment de l'utilisation de l'Ecu mais ils ne sont pas d'accord sur un paquet harmonieux, car à propos de chacune des mesures envisagées il y a au moins un membre du Comité qui ne peut donner son consentement.

Parmi les principes fondamentaux énoncés par les Suppléants dans leur rapport, le plus important est le premier, c'est-à-dire que toute extension des possibilités d'utilisation de l'Ecu doit être contrebalancée par des assurances de maintien de l'équilibre entre les différents intérêts. Ce principe implique qu'une seule modification, comme le relèvement de la rémunération, ne puisse être effectuée isolément; or paradoxalement, tous les Suppléants, sauf un, la jugent souhaitable même abstraction faite de toute autre mesure.

Pour la Banque Nationale de Belgique, le relèvement de la rémunération pose un problème important à l'heure actuelle, étant donné qu'elle est le principal utilisateur net d'Ecus, mais elle reste sincèrement en faveur d'un paquet équilibré.

L'amélioration de l'Ecu doit se faire en donnant à celui-ci les caractéristiques essentielles d'un avoir de réserve valable, à savoir la stabilité et la pleine et entière liberté d'utilisation. Il est compréhensible que certains craignent de devenir de façon permanente des créanciers et de devoir ainsi financer, au prix d'un développement inflationniste chez eux, un manque de rigueur chez d'autres. La meilleure protection ou garantie dans ce domaine se trouve dans le SME et son expérience depuis 1979 qui démontre les nombreux exemples où les débiteurs ont fait un effort d'ajustement important sous la pression du système. Pour que l'Ecu devienne pleinement utilisable, il faudrait relever le ratio de paiement, le rendre librement utilisable pour des interventions intramarginales et instaurer une possibilité de mobilisation pour les accumulateurs nets d'Ecus.

Sans faire à ce stade de proposition concrète, M. Godeaux souligne que c'est dans cette direction que les recherches d'une solution équilibrée devraient évoluer et qu'il est déterminé à apporter son concours.

M. de la Genière considère que la déclaration de M. Godeaux peut être interprétée de deux manières: la première est que M. Godeaux, constatant qu'il n'y a pas accord sur un ensemble de mesures, indique que par là-même toute discussion ultérieure est devenue inutile; la seconde est qu'il convient précisément de travailler à nourrir l'ensemble de mesures sur lequel il n'y a pas encore eu accord. M. de la Genière choisit la seconde interprétation. Cet ensemble de mesures devrait couvrir trois points: l'amélioration de la rémunération de l'Ecu, l'amélioration des conditions d'utilisation de l'Ecu (au moyen notamment d'un relèvement du ratio de paiement) et l'instauration de possibilités de mobilisation. Sur ces trois plans, des progrès sont proposés par les Suppléants et les experts, et la position de la Banque de France peut être résumée comme suit.

En ce qui concerne la rémunération des Ecus, les soucis de la Banque Nationale de Belgique sont explicables; la Banque de France a aussi été débiteur dans le passé et pourrait fort bien le redevenir. Néanmoins, elle n'estime pas indiqué que, dans la Communauté, les débiteurs aient une situation privilégiée du point de vue de la rémunération. Les débiteurs ont à payer un prix correspondant à celui du panier des monnaies, c'est-à-dire fondé sur les taux d'intérêt dégagés sur les marchés et non sur des taux d'escompte qui, en général, sont inférieurs aux taux du marché et, dans certains pays, comme la France, sont même purement fictifs.

Le ratio de paiement en Ecus appliqué au règlement du financement à très court terme devrait être augmenté à défaut de le supprimer complètement. Un pas dans ce sens est désirable essentiellement pour des raisons psychopolitiques; il montrerait qu'après plus de cinq années les banques centrales sont disposées à accepter davantage la monnaie du système. Dans la réalité, l'impact d'une augmentation du ratio de paiement serait réduit puisque, comme l'expérience l'a montré, il n'y a pas avantage à laisser les monnaies au bas de la marge. La Banque de France a suivi cette politique et a procédé dans le passé à des interventions intramarginales souvent abondantes. Lorsqu'elle a utilisé le financement à très court terme, ses règlements normaux en Ecus ont généralement concerné des Ecus acquis et non des Ecus alloués, ce qui signifie qu'elle n'a pratiquement jamais enregistré de position débitrice.

Après les réalignements, les retournements de positions ont été favorisés et ont permis de régler les dettes en devises sans utiliser des Ecus. Cette expérience montre qu'il n'existe pas d'intérêt spécifiquement français à un relèvement du ratio de paiement, la Banque de France ayant, en général, payé ses dettes dans le FTCT à 100% en devises. Toutefois, pour les raisons essentiellement politiques déjà mentionnées, il serait souhaitable d'augmenter le ratio de paiement. Cette augmentation pourrait être accompagnée d'un plafond d'accumulation. L'ampleur de celui-ci pourrait être inférieure aux premières propositions françaises faites (trois fois la quote-part créditrice du soutien monétaire à court terme) mais elle devrait rester suffisante pour rendre inutile ou très improbable une redistribution automatique des Ecus accumulés au-delà du plafond. Sur ce point, l'expérience permet de dire que, même dans les deux ou trois situations les plus graves qu'a connues le SME depuis sa création, des plafonds d'accumulation raisonnables n'auraient pas été atteints et donc aucune redistribution d'Ecus forcée n'aurait eu lieu.

La mobilisation des Ecus comporte deux volets: la mobilisation des Ecus accumulés et celle des Ecus alloués. En ce qui concerne la première, il y a lieu de rappeler que certaines banques centrales, comme la Banque de France, ont accumulé dans le passé des montants d'Ecus relativement importants et pendant des périodes assez longues. Il semble juste que ces banques centrales obtiennent sur ces Ecus une rémunération qui soit en harmonie avec le marché, et qu'elles puissent mobiliser ces Ecus lorsqu'elles se trouvent avoir besoin de moyens d'intervention. Des mobilisations bilatérales ont eu lieu dans le passé, et la banque centrale qui s'y est prêtée doit être remerciée. Mais il serait logique de rendre ces possibilités de mobilisation plus faciles et plus communautaires. La seconde mobilisation concernerait les Ecus alloués; elle devrait évidemment comporter certaines limites pour tenir compte des ressources en dollars déposées au FECOM mais les règles d'utilisation devraient être aussi automatiques que possible. Si, par hasard, des problèmes apparaissaient, par exemple l'épuisement des disponibilités du FECOM, les Gouverneurs qui se réunissent tous les mois pourraient les résoudre par une réduction des possibilités de mobilisation ou par d'autres solutions.

M. Pöhl souligne tout d'abord qu'il n'y a aucune urgence à modifier le SME; celui-ci fonctionne remarquablement bien dans ces temps d'agitation sur le dollar et il est probable que les règles qui n'ont pas démerité depuis 1979 pourraient continuer à être appliquées pendant encore plusieurs années. Par ailleurs, si l'on souhaite des améliorations véritables, il faudrait plutôt songer à une participation de tous les pays de la CEE au mécanisme de change, ainsi qu'à l'élimination tant des régimes particuliers que des restrictions aux mouvements de capitaux. Si l'on parle d'amélioration des conditions d'utilisation de l'Ecu, on ne peut ignorer qu'il manque actuellement à l'Ecu deux propriétés importantes pour être un instrument de réserve véritable, à savoir la pleine convertibilité et une rémunération conforme au taux du marché. Tant que l'Ecu n'aura pas pleinement ces deux propriétés, son utilisation ne pourra être que limitée. Cela n'exclut pas toutefois qu'un réexamen de la limite d'acceptation actuelle, allant peut-être jusqu'à l'élimination, puisse avoir des avantages, au moins psychologiques, comme M. de la Genière l'a fait valoir. Une telle mesure nécessiterait la fixation d'un plafond d'accumulation et, même si son franchissement apparaît théorique, il serait préférable d'établir des règles pour un cas pareil.

L'utilisation de l'Ecu dans les interventions intramarginales devrait rester sur une base volontaire. Il n'est guère possible dans les conditions actuelles d'envisager une telle extension de l'obligation d'accepter des Ecus.

Les possibilités de mobilisation qui ont été pratiquées jusqu'à présent sur une base bilatérale pourraient être perfectionnées et multilatéralisées. Il faudra s'assurer qu'il s'agit bien d'opérations de soudure limitées dans le temps.

Un paquet même modeste pourrait donc être envisagé; il doit comporter un relèvement de la rémunération vers les niveaux des marchés, mesure qui aurait dû être prise depuis longtemps, étant donné les accumulations relativement importantes et durables que certaines banques centrales ont enregistrées.

M. Ciampi observe que tous les Gouverneurs sont d'avis que le SME fonctionne bien mais qu'il pourrait mieux fonctionner; de plus, il est préférable d'essayer de l'améliorer quand on peut opérer à froid. Dans cet esprit, un ensemble équilibré peut être trouvé et la Banca d'Italia a proposé,

comme point important de cet ensemble, une formule de mobilisation. Il s'agirait d'une mobilisation des positions créditrices nettes et d'une partie des Ecus alloués, ce qui préserverait le fameux équilibre entre les intérêts des créanciers et des débiteurs. Le mécanisme de mobilisation aurait un caractère temporaire et servirait à financer des interventions sur les marchés des changes. Des simulations faites indépendamment par le Secrétariat et la Banca d'Italia montrent qu'il aurait pu fonctionner sans difficultés au cours des cinq dernières années, période qui n'a pourtant pas été exempte de tensions. Outre le mécanisme de mobilisation, l'ensemble devrait comprendre l'augmentation de la rémunération de l'Ecu et un relèvement du ratio de paiement selon les propositions faites par la Banque de France, relèvement qui, même limité, serait important pour l'opinion publique.

M. Leigh-Pemberton rappelle que les discussions en cours sur le renforcement du SME ont pour arrière-plan les encouragements qui ont été prodigués à la réunion informelle des Ministres des Finances de Rambouillet. Quelques mois plus tard, il apparaît toutefois que l'idée, excellente en principe, est plus difficile à réaliser en pratique et que les Gouverneurs, peut-être dans leur majorité, seraient satisfaits de maintenir le statu quo. Par ailleurs, l'Ecu reste plus une unité de compte qu'une monnaie; son acceptabilité et son utilisation risquent fort de ne pas être accrues par des changements trop fréquents ou trop globaux des règles qui le gouvernent. La Bank of England estime cependant que la formule pour la rémunération de l'Ecu a vieilli et mériterait peut-être une modification dans le sens d'une augmentation qui pourrait être faite même isolément. Le relèvement du ratio de paiement rendrait bien sûr l'Ecu plus utilisable dans les règlements des dettes auprès du FECOM mais, pour rétablir l'équilibre délicat du système actuel, il faudrait prévoir un plafond d'accumulation et un mécanisme de redistribution qui apparaissent compliqués.

L'accès au financement à très court terme ne devrait pas être étendu aux interventions intramarginales. En revanche, celles-ci pourraient être réglées partiellement en Ecus. En effet, même s'il existe des risques pour la politique monétaire du pays émetteur de la monnaie utilisée, les interventions intramarginales se pratiquent souvent dans les deux sens et peuvent ainsi se compenser. A titre de premier pas, on pourrait peut-être envisager un règlement des interventions intramarginales à concurrence de 20 ou 25% en Ecus.

Le mécanisme de mobilisation, pour lequel le "Groupe Dalgaard" a été plutôt positif, pose le problème de l'ampleur des obligations des banques centrales. Si la Bank of England participait au mécanisme de change, elle estimerait que le chiffre de 20% des réserves en dollars est trop élevé pour elle-même, qui gère les réserves de change, et pour le gouvernement britannique qui les possède; il faudrait donc que, dans leurs études complémentaires, les experts prennent en considération une hypothèse d'obligation inférieure.

En ce qui concerne la participation de tous les pays de la CEE au mécanisme de change du SME, M. Leigh-Pemberton rappelle qu'il a déjà indiqué son espoir d'une participation, le moment venu, de la livre sterling et qu'il peut souscrire au texte du rapport des Suppléants sur ce sujet.

M. Duisenberg partage l'avis, déjà exprimé par plusieurs Gouverneurs, que le SME fonctionne remarquablement bien. Par conséquent, si des modifications devaient être apportées, il faudrait qu'elles soient jugées, d'un accord général, comme de réelles améliorations. Ainsi, l'introduction de plafonds d'accumulation d'Ecus pour les créanciers pour permettre le relèvement ou même l'élimination du ratio de paiement actuel n'est certainement pas une amélioration. Sans être demandeur, la Nederlandsche Bank pourrait se rallier à l'idée d'un mécanisme de mobilisation des Ecus accumulés et d'une partie des Ecus alloués, mécanisme qui doit être encore approfondi.

En marquant sa différence avec M. Leigh-Pemberton, M. Duisenberg précise qu'il n'est pas favorable à l'idée d'apporter des aménagements limités et successifs au SME dans les domaines de la compétence des banques centrales. Une telle approche a trop souvent servi d'alibi pour ne pas agir dans les autres domaines. En fait, toute amélioration dans le SME devrait être une partie d'un ensemble touchant des domaines contigus tels que la participation de la livre sterling au mécanisme de change, la réduction de la marge élargie de la lire, la libéralisation des mouvements de capitaux, le double marché des changes en Belgique.

Le Président constate qu'au stade actuel de la discussion trois tendances semblent s'être dégagées: celle de M. Godeaux qui se désolidarise des formules proposées, celle de certains Gouverneurs qui estiment que dans le cadre des préoccupations exprimées par M. Godeaux on pourrait constituer un paquet équilibré, enfin, l'opinion de M. Leigh-Pemberton qui

plaide pour des petits pas et une progression fractionnée avec l'exemple de l'augmentation de la rémunération de l'Ecu. Il est important que, pour la réunion informelle des Ministres des Finances des 15 et 16 septembre, les Gouverneurs présentent des points sur lesquels ils pensent pouvoir progresser. Parmi ces points, on devrait inclure l'extension de l'utilisation de l'Ecu à des banques centrales de pays non membres de la CEE, et retenir à cet égard ce que les Suppléants ont écrit dans leur rapport.

M. Godeaux indique que, comme M. de la Genière l'a supposé, il n'est pas dès le départ en désaccord absolu avec ses collègues; il souhaite les entendre pour voir ce qui peut éventuellement entrer dans un ensemble de mesures. Après ce premier échange de vues, l'ensemble apparaît vide; chaque Gouverneur a reconnu que le SME fonctionnait bien et qu'on cherchait simplement à l'améliorer mais il n'y a pas d'accord général sur aucune des mesures proposées et le doute est grand que celles-ci, prises isolément, représentent une réelle amélioration.

M. de la Genière ne peut partager l'appréciation que vient de donner M. Godeaux sur le caractère vide de l'ensemble discuté. Au contraire, les interventions des Gouverneurs font ressortir qu'il existe un consensus minimum. Les Suppléants ont abordé sept points:

- la suppression de la limite d'acceptation des Ecus de 50%,
- l'institution de plafonds d'accumulation en Ecus,
- la possibilité de redistribuer les Ecus au-delà de ces plafonds,
- la possibilité de mobiliser auprès du FECOM les Ecus accumulés,
- la possibilité de mobiliser auprès du FECOM une partie des Ecus alloués,
- l'amélioration de la rémunération des positions nettes en Ecus,
- la possibilité pour le FECOM d'ouvrir des comptes en Ecus à des tiers détenteurs.

Les trois premiers points sont acceptés par certaines banques centrales, dont la Banque de France, mais soulèvent des objections de la part d'autres qui soit n'acceptent pas les plafonds d'accumulation et le mécanisme de redistribution, soit sont opposées à ce dernier.

En revanche, les deux aspects des possibilités de mobilisation ne sont rejetés par aucun membre. Les nuances qui existent encore, notamment sur la fraction des Ecus alloués mobilisables et la nécessité de mieux préciser

les modalités techniques, ne devraient pas empêcher une prise de position de principe positive sur ces deux points.

En ce qui concerne l'amélioration de la rémunération de l'Ecu, un consensus général peut être considéré comme établi en incluant la Banque Nationale de Belgique, dès lors que les possibilités de mobilisation seront améliorées. De même, l'accord est général sur les tiers détenteurs. Ainsi donc un accord sur un paquet comprenant plusieurs éléments devrait être possible.

Le Président est également d'avis que, malgré quelques nuances et sous réserve de travaux encore nécessaires, un consensus semble exister sur les possibilités de mobilisation. Si l'on pouvait ajouter à cet élément l'augmentation de la rémunération et deux points sur lesquels il n'y a pas de divergences, à savoir les tiers détenteurs et le jugement porté sur le statut spécial de la livre sterling et de la lire, les Gouverneurs pourraient présenter aux Ministres un bilan intérimaire encourageant.

M. Ortolí estime possible de trouver un paquet qui, bien que limité, aura néanmoins une certaine signification. Le paquet pourrait porter sur la rémunération de l'Ecu, les possibilités de mobilisation, le relèvement de la limite d'acceptation de 50% et la détention d'Ecus par des banques centrales tierces. Il serait regrettable et même dangereux que les Gouverneurs déclarent aux Ministres que le SME fonctionne parfaitement et qu'aucune modification ou amélioration n'est possible. Certes, il serait souhaitable, comme la Commission l'a proposé, que le "paquet SME" soit complété d'autres actions concernant la libération des mouvements de capitaux et l'amélioration de la convergence. Des progrès sont certainement possibles dans ces deux domaines. En outre, en dépit de son fonctionnement satisfaisant, le SME reste fragile et, par conséquent, tout geste, même limité, de confirmation de la confiance dans le système est non seulement utile mais peut-être nécessaire.

Le Président souligne que la recherche d'un accord doit se faire ici, maintenant, et pas plus tard en Irlande. Si les Gouverneurs ne peuvent pas, à ce stade, estimer que les points examinés constituent un ensemble, ces points pourraient au moins être présentés en indiquant que les travaux se poursuivront avec des promesses de succès.

M. Godeaux précise qu'à ses yeux le point essentiel est de savoir si un accord général peut être trouvé sur la possibilité d'utiliser

l'Ecu pour des interventions intramarginales. En effet, la Banque Nationale de Belgique est convaincue, à la suite de l'expérience de l'année dernière, qu'il est mauvais de laisser glisser sa monnaie au bas de la marge et d'intervenir aux limites, conformément à l'esprit originel du SME; elle ne veut donc pas renouveler cette expérience, ce qui signifie que, sans une utilisation de l'Ecu pour des interventions intramarginales, elle n'utilisera plus d'Ecus. La Banque Nationale est d'ailleurs en train de réduire, par tous les moyens, sa position débitrice nette en Ecus en rachetant ceux-ci. Rendre mobilisable un actif qui ne circulera plus n'aura donc pas beaucoup de sens. S'agissant de la rémunération de l'Ecu, il est naturel et toujours plus agréable de détenir un actif qui rapporte plus; toutefois, un tel changement constituerait un supplément de poids qui serait supporté unilatéralement par la Belgique sans la compensation d'une véritable amélioration des conditions d'utilisation de l'Ecu.

M. de la Genière fait observer que les possibilités de mobilisation envisagées pourraient être utilisées pour des interventions intramarginales.

M. Ciampi confirme que la proposition italienne en matière de mobilisation est dans une large mesure une alternative à l'utilisation de l'Ecu pour des interventions intramarginales.

M. Pöhl rappelle que des interventions intramarginales importantes ont eu lieu depuis la création du SME et qu'elles ont été réglées selon des modalités diverses (y compris du crédit), satisfaisantes pour les parties concernées. Une certaine institutionnalisation de cette pratique serait acceptable à condition que la mobilisation des Ecus sous la forme de swaps Ecus/dollars ou Ecus/autres devises soit temporaire et que la rémunération des Ecus soit alignée sur les conditions du marché.

Ces deux points, mobilisation et rémunération, sont déjà importants pour un paquet non encore élaboré mais qui pourrait être étoffé avec, sous réserve d'un approfondissement, la perspective d'une abolition ou d'un relèvement de la limite d'acceptation de l'Ecu et de l'extension du cercle de détenteurs de l'Ecu à des banques centrales hors de la CEE (des doutes peuvent subsister sur l'attrait de l'Ecu pour ces banques).

M. Godeaux estime que le point le plus important de la dernière déclaration de M. Pöhl est sa confirmation que les interventions intramarginales en monnaies du SME financées au moyen d'une mobilisation d'Ecus

ne pourraient se faire que sur une base volontaire. Ainsi le candidat débiteur restera dépendant de l'accord cas par cas du candidat créateur dont la monnaie devrait être utilisée. Le noeud du problème est donc dans la signification de la base volontaire pour la mobilisation d'Ecus en vue d'interventions intramarginales en monnaies du SME.

M. de la Genière précise que le mécanisme étudié porte sur la possibilité de mobiliser en dollars auprès du FECOM les Ecus accumulés et une fraction des Ecus alloués. Sous réserve des règles qui restent à fixer et de la disponibilité en dollars du FECOM, ce mécanisme donne un droit aux détenteurs d'Ecus. L'élément de base volontaire n'apparaît que lorsqu'une banque centrale souhaite mobiliser des Ecus contre une monnaie du SME. Dans ce cas, il est naturel que l'accord de la banque centrale émettrice soit nécessaire. Les transactions bilatérales qui ont été mises en oeuvre dans le passé resteraient intactes et s'ajouteraient au mécanisme de mobilisation de dollars auprès du FECOM.

M. Pöhl se rallie à l'explication de M. de la Genière; la base volontaire couvrirait la mobilisation bilatérale d'Ecus contre une monnaie du SME, alors que le mécanisme de mobilisation ouvre un droit d'échanger des Ecus contre dollars auprès du FECOM pour des interventions intramarginales ou aux limites.

M. Godeaux comprend, des éclaircissements fournis par MM. de la Genière et Pöhl, que la possibilité d'interventions intramarginales au départ d'Ecus passerait par la mobilisation en dollars; celle-ci serait de droit, dans certaines limites, auprès du FECOM, alors qu'en monnaie du SME la mobilisation auprès de la banque centrale concernée ne pourrait se faire que sur base d'un accord bilatéral. M. Godeaux souhaite pouvoir réfléchir avec ses techniciens pour voir dans quelle mesure ces possibilités peuvent répondre à des besoins réels; de prime abord, il craint toutefois que la mobilisation auprès du FECOM fasse disparaître des Ecus pour les remplacer par des dollars.

Le Président conclut la discussion en indiquant qu'il préparera et diffusera aux Gouverneurs un projet de déclaration à l'intention des Ministres. Cette déclaration pourrait souligner le fonctionnement satisfaisant du SME et le rôle joué dans ce succès par la bonne coopération

entre les banques centrales, ainsi que le souhait d'améliorer les conditions d'utilisation de l'Ecu, amélioration qui devrait respecter les cinq principes fondamentaux énoncés dans le rapport des Suppléants. La déclaration pourrait encore préciser, d'une part, que des possibilités d'amélioration existent concernant essentiellement les facilités de mobilisation et la rémunération de l'Ecu, d'autre part, que la possibilité d'un relèvement du ratio de paiement de 50% en Ecus sera également examinée.

III. 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 des mois de juillet et d'août et des premiers jours de septembre 1984;
- Adoption par le Comité du rapport destiné aux Ministres des Finances des pays de la CEE;
- Série mensuelle de statistiques.

M. Dalgaard commente brièvement le rapport annexé au procès-verbal. En réponse à une question du Président, il précise qu'une décision politique a été prise en Norvège d'acquérir des Ecus privés mais il semble que la difficulté de trouver des actifs appropriés explique la faiblesse du montant détenu (7 millions d'Ecus).

Le Président constate l'adoption par le Comité du rapport destiné aux Ministres des Finances des pays de la CEE.

IV. Echange de vues sur les points à l'ordre du jour des réunions internationales de Washington

Le Président indique que cet échange de vues figure traditionnellement à l'ordre du jour de la séance de septembre pour permettre aux membres qui le souhaiteraient d'évoquer des questions qui seront débattues à l'Assemblée du FMI; il constate qu'aucun Gouverneur ne présente de remarque.

V. Autres questions relevant de la compétence du Comité

- Révision de la composition du panier de l'Ecu

Le Président rappelle que c'est pour des raisons de discrétion que cette question n'a pas été inscrite à l'ordre du jour communiqué une semaine avant la séance. Les Gouverneurs ont toutefois été informés qu'elle serait discutée aujourd'hui et les Suppléants et les experts l'ont examinée hier, lundi.

A. Exposé de M. Breen

Conformément à l'article 2.3 de la Résolution du Conseil européen du 5 décembre 1978 concernant le SME, les poids des monnaies dans l'Ecu doivent être examinés tous les cinq ans. Après le réexamen de septembre 1979 - qui n'a pas conduit à un changement des pondérations - un nouvel examen doit avoir lieu maintenant. De plus, la Communauté s'est engagée à l'égard de la Grèce à inclure la drachme dans le panier avant le 31 décembre 1985 ou plus tôt, à l'occasion d'une révision du panier Ecu.

Les Suppléants ont été informés que le 6 septembre, à Bruxelles, le Comité monétaire a examiné ces questions et a abouti aux conclusions ci-après.

En ce qui concerne les questions de fond, il a été convenu de proposer de nouveaux poids pour les monnaies composantes. Les cours-pivots Ecu resteront inchangés mais les nouveaux poids différeront par rapport à ceux qui sont en vigueur depuis le 18 mai 1983, en particulier pour le deutsche mark et le florin, dont les poids diminueront, et pour la lire et le franc français, qui augmenteront. Simultanément et suite à la demande du gouvernement grec, la drachme sera incluse dans le panier. Les autorités monétaires grecques se sont déclarées prêtes à prendre les mesures techniques appropriées dans les domaines des marchés monétaire et de change, de sorte que l'inclusion de la drachme dans l'Ecu se fasse de manière harmonieuse.

En ce qui concerne la procédure, les Suppléants ont pris note de la proposition que la révision des poids et l'inclusion de la drachme prennent effet à partir du lundi 17 septembre 1984. A cette fin, les Ministres des Finances, lors de leur réunion informelle du 16 septembre en Irlande, se constitueront brièvement en session formelle du Conseil pour

adopter officiellement la révision du panier Ecu. Cette décision sera prise sur la base d'une proposition de la Commission après consultation du Comité monétaire et du Conseil d'administration du FECOM. Ces deux organismes devront donc se réunir brièvement à Dromoland Castle en Irlande pour adopter leurs avis respectifs tel que l'article du Règlement du Conseil l'exige. Un avis du Conseil d'administration du FECOM devra être préparé tenant compte des remarques que les Gouverneurs feront à la présente séance.

Le Règlement du Conseil fixera les montants des monnaies nationales entrant dans l'Ecu en respectant la double contrainte suivante:

- que les cours-pivots Ecu et les cours-pivots bilatéraux des monnaies participant au SME ne soient pas changés;
- que la valeur de l'Ecu à la date de transition soit maintenue (principe de la valeur égale).

Les Suppléants ont demandé au groupe d'experts présidé par M. Dalgaard d'examiner la méthode de calcul proposée par la Commission; cet examen a été effectué lundi après-midi et M. Dalgaard pourrait faire rapport.

B. Exposé de M. Dalgaard

Les experts ont examiné les diverses possibilités techniques de révision de la composition du panier Ecu sur la base d'une note des services de la Commission; ils ont pris en considération les conditions préalables suivantes:

- la valeur externe de l'Ecu au moment de la transition ne doit pas subir de changement résultant de l'ajustement du panier;
- les poids retenus par les organismes compétents doivent être respectés;
- les cours-pivots Ecu des monnaies de la CEE actuellement dans le panier doivent rester inchangés.

1. Le groupe propose que les montants appropriés de monnaies nationales soient déterminés à partir des taux de change observés le vendredi 14 septembre 1984 à 14 h 30. Cette procédure est recommandée de préférence à la moyenne des taux de change des trois derniers mois écoulés ou aux cours-pivots Ecu, du fait:

- qu'elle est simple,
- qu'elle assurera que les poids convenus seront obtenus à la date de transition.

2. Afin d'assurer que les cours-pivots Ecus et les cours-pivots bilatéraux des monnaies communautaires actuellement dans le panier restent inchangés, le cours-pivot théorique de la drachme devra être calculé par solde; cela peut impliquer une différence - éventuellement de 2 à 3 points de pourcentage selon les services de la Commission - entre le taux du marché de la drachme et son cours-pivot théorique. Les représentants de la Banque de Grèce n'ont pas été en mesure d'engager leurs autorités sur une telle procédure mais ils ont indiqué leur volonté d'examiner ce point. Le refus de cette procédure rendrait nécessaire, pour des raisons techniques, un réalignement marginal dans le SME qui pourrait toutefois laisser inchangés les cours limites d'intervention.

3. Il a été convenu que les montants de monnaies nationales - le seul élément qui reste à définir - seraient calculés avec trois chiffres significatifs.

4. La Commission est disposée à informer les banques centrales aussi tôt que possible des résultats des calculs faits sur la base des cours de vendredi 14 septembre à 14 h 30. Les résultats seront disponibles vendredi soir; ils permettront aux banques centrales, par exemple, de calculer l'indicateur de divergence avec les nouveaux poids dès l'ouverture des marchés, lundi.

5. Le groupe recommande que les marchés soient informés des procédures d'une manière adéquate, en particulier sur le fait que la révision de l'Ecu n'implique aucun réalignement.

6. Les représentants de la Commission estiment souhaitable que la valeur de l'Ecu, le lundi après le changement, soit maintenue proche des cours observés le vendredi précédant le changement, étant donné, en particulier, que les banques commerciales ayant des positions nettes en Ecus devront réajuster la couverture de leurs positions ouvertes en Ecus. L'expert de la Banque de Grèce a informé le groupe que ses autorités feront en sorte que les marchés de la drachme fonctionnent de manière efficace dès

le début et qu'ainsi les opérations de couverture en drachmes puissent être opérées sans difficulté dans le marché.

C. Déclaration de M. Chalikias

La minceur du marché des drachmes convertibles et les taux d'intérêt trop élevés et fluctuant fortement posent actuellement des problèmes pour les institutions financières qui doivent couvrir des positions ouvertes en Ecus. La Banque de Grèce, anticipant l'inclusion de la drachme dans le panier Ecu, a pris toutes les dispositions pour que des drachmes soient disponibles en dehors de la Grèce, dans la mesure nécessaire pour couvrir des positions ouvertes en Ecus. Plus précisément, dans un premier stade commençant le lundi 17 septembre, les banques commerciales travaillant en Grèce pourront fournir, à partir de leurs propres avoirs en drachmes convertibles, la couverture financière pour des positions créditrices en Ecus. Cette source de fonds n'étant pas suffisante, la Banque de Grèce est prête à intervenir au travers d'une ou plusieurs institutions financières pour compléter l'offre de drachmes convertibles et pour ramener les taux d'intérêt à un niveau approprié. Bien entendu, ce qui est approprié est une question ouverte. On ne peut pas faire abstraction des éléments fondamentaux de l'économie et des anticipations du marché. Ces taux ne peuvent pas être inférieurs au taux interne pour les fonds de roulement qui est à l'heure actuelle de 21,5%. Pour les drachmes convertibles, les taux appropriés pourraient être supérieurs de 1 à 3 points de pourcentage selon les échéances, de sorte que les taux réels seraient de l'ordre de 4%. Des taux d'intérêt plus bas ne seraient pas possibles, car ils pourraient encourager la spéculation. Des raisons internes militent aussi contre des taux plus bas. En effet, il existe une pression croissante en Grèce pour qu'on abaisse les taux mais la banque centrale s'y oppose; sa capacité de mettre en oeuvre une politique monétaire appropriée serait donc certainement réduite si les taux de l'euro-drachme se fixaient au-dessous de 21,5%.

Au-delà de cette première phase, la Banque de Grèce envisage de prendre d'autres mesures visant à promouvoir le marché des dépôts en drachmes convertibles. Ces dépôts se limitent actuellement à des dépôts à vue portant un taux d'intérêt faible mais il est prévu d'autoriser les banques opérant en Grèce à accepter des dépôts à terme en drachmes convertibles

dont la rémunération serait déterminée par les forces du marché. Ces mesures devraient assurer un développement du marché des drachmes convertibles plus que suffisant pour les opérations de couverture en Ecus.

Le projet de déclaration des Ministres des Finances évoque les intentions du gouvernement hellénique pour les orientations de politique générale. Il y a effectivement un besoin urgent de renforcer la politique de stabilisation.

En ce qui concerne les intentions des autorités grecques de continuer et d'accentuer les efforts en vue de moderniser le système financier grec, des modifications profondes à répercussion considérable ont déjà été mises en place. Pour sa part, la Banque de Grèce est fermement décidée à prendre des mesures de politique monétaire et de crédit qui contribueront à la fois à la stabilisation de l'économie et à un fonctionnement plus efficient du système financier grec.

D. Conclusion du Comité

Le Président prend note des informations et assurances données par M. Chalikias quant aux mesures prises ou envisagées par la Banque de Grèce. Il souligne qu'il est important que la révision du panier Ecu n'entraîne aucun réalignement, même marginal, au sein du SME.

En l'absence de M. Chalikias et des contacts nécessaires avec les responsables à Athènes, M. Papademos indique qu'il ne pourra préciser qu'ultérieurement si les autorités grecques sont prêtes à ajuster le cours-pivot théorique de telle manière que les cours-pivots Ecu des autres monnaies de la CEE restent inchangés.

Le Président rappelle qu'un projet d'avis sur la révision de l'Ecu sera distribué avant le week-end, mais que, bien entendu, l'avis définitif ne pourra être établi qu'à Dromoland Castle, après avoir vu le texte de la proposition de la Commission et entendu la position des autorités grecques.

VI. Date et lieu de la prochaine séance

La prochaine séance aura lieu à Bâle le mardi 13 novembre 1984 à partir de 10 heures.

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

JUILLET ET AOUT 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 les mois de juillet et d'août et les premiers jours de septembre 1984.

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

En juillet et août, les marchés des changes ont été essentiellement caractérisés par les développements suivants:

- le dollar a atteint un nouveau record sur plusieurs places au début du mois d'août; alors que jusque-là sa fermeté était attribuable à la crainte que le rythme rapide de l'expansion économique aux Etats-Unis n'entraîne un resserrement de la politique monétaire, le nouveau raffermissement a eu sa source dans l'afflux considérable de capitaux attirés vers le marché obligataire par le niveau exceptionnellement bas de l'inflation et par certains signes de modération du taux de croissance;
- le SME a connu une situation stable et exempte de tensions mais le deutsche mark a été soutenu par des interventions intramarginales substantielles d'autres membres du système.

En juillet et en août, le dollar EU s'est apprécié de 3% à 4% par rapport à la plupart des monnaies européennes, et de 2% vis-à-vis du yen,

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

tout en reculant légèrement à l'égard du dollar canadien. La monnaie américaine a été confortée par la constatation que l'expansion de l'économie des Etats-Unis se poursuivait, tandis que l'inflation restait exceptionnellement modérée. L'amélioration des perspectives d'évolution de la hausse des prix aux Etats-Unis a contribué à une forte reprise des marchés financiers américains, qui s'est accompagnée d'informations faisant état d'une importante participation étrangère. Les anticipations d'un afflux de placements libellés en dollars ont également été stimulées par la suppression de la retenue à la source sur les obligations aux mains de non-résidents et par les nouvelles de la mise à l'étude, par le Trésor des Etats-Unis, de nouveaux instruments pour orienter les investisseurs étrangers vers les titres d'Etat américains. L'annonce du déficit commercial record de juillet (\$EU 14,1 milliards) n'a provoqué qu'un affabilissement passager du dollar.

L'évolution des cours de change au sein du SME n'a été affectée par aucune tension. La largeur de la bande de fluctuation étroite s'est réduite, passant de 1,6 à 0,7%.

Le deutsche mark a été davantage affecté que les autres monnaies par le raffermissement du dollar et, de ce fait, a perdu un peu de terrain au sein du SME. Il a atteint, par moments, à l'égard de la monnaie américaine, un niveau qu'il n'avait plus connu depuis l'adoption des taux flottants au printemps de 1973. De façon générale, cependant, le deutsche mark a maintenu sa position en tête de la marge étroite, aidé en cela non seulement par l'évolution favorable des prix en République fédérale d'Allemagne et la poursuite de l'amélioration de la balance commerciale et des paiements courants dans ce pays, mais également par d'importants achats intramarginaux de DM.

Le franc français a témoigné de bonnes dispositions. Les opérations de nature commerciale ont dégagé, dans l'ensemble, un solde excédentaire en liaison avec l'amélioration du solde des échanges extérieurs en juillet. En outre, surtout en début de période, les non-résidents ont continué de procéder à des achats de francs aux fins de placements à court terme.

Le raffermissement du franc belge, déjà perceptible durant la période précédente, s'est poursuivi en juillet et en août. A deux mois d'intervalle, sa décote vis-à-vis de la monnaie la plus forte dans la bande de fluctuation étroite s'est réduite de 1,6 à 0,7%. Profitant de cette amélioration, la Banque Nationale de Belgique est intervenue sporadiquement à l'achat en devises.

Le florin néerlandais est parvenu à se maintenir à proximité du deutsche mark, au voisinage du sommet de la bande du SME, malgré des interventions considérables de soutien dont a bénéficié la monnaie allemande. L'écart de taux d'intérêt entre les deux monnaies s'est cependant élargi quelque peu en faveur de la monnaie néerlandaise.

La couronne danoise est demeurée relativement stable aux alentours du milieu de la bande du SME.

Bien qu'ayant nécessité un certain soutien de la part de la Central Bank of Ireland au cours de la première partie du mois de juillet, la livre irlandaise a fait montre d'une tendance plus ferme au sein du SME pendant la plus grande partie de la période sous revue.

La lire italienne s'est maintenue au sommet de la bande en juillet, ses cours de change par rapport aux autres monnaies européennes n'ayant que faiblement varié. En août, tout en restant la première monnaie du SME, la lire s'est dépréciée au sein de la bande, sous le double effet de la fin de la période saisonnière favorable et du gel, imposé fin juillet, à l'endettement extérieur net du système bancaire.

La livre sterling a été soumise à de fortes pressions au début du mois de juillet lorsque les préoccupations suscitées par les conflits sociaux au Royaume-Uni ont ajouté leur incidence à l'affaiblissement dû à l'élargissement de l'écart entre les taux d'intérêt aux Etats-Unis et au Royaume-Uni. Deux relèvements des taux de base des banques commerciales atteignant 2 3/4% au total, à 12%, ainsi que le règlement de la première des deux grèves des dockers au cours de cette période, ont permis de stabiliser quelque peu la situation, et le sterling a affiché une tendance plus ferme. Trois réductions de 1/2 % des taux de base ont été calmement absorbées en août. L'indice du sterling pondéré en fonction des échanges commerciaux est tombé de 79,1 à 78,1, après avoir atteint un minimum de 77,1 début juillet.

La drachme grecque s'est affaiblie de 4,6% par rapport au dollar EU et de 1,0% vis-à-vis de l'Ecu. Son taux de change effectif a diminué de 2,4%.

En juillet, la tendance du franc suisse à l'affaiblissement s'est poursuivie. Le rétrécissement de l'écart de taux d'intérêt dû au relèvement des taux de l'euro-franc a inversé ce mouvement en août.

Avec effet au 2 juillet, la Norges Bank a remplacé la moyenne arithmétique par la moyenne géométrique pour le calcul de l'indice du cours de change officiel de la couronne norvégienne. Cette modification a permis une légère baisse de la couronne, dont la valeur a fléchi, en termes effectifs, de 1,2% environ jusqu'à la fin de juillet. L'indice est resté stable légèrement au-dessous de 100 en août.

Alors qu'en juillet les flux de devises ont été relativement équilibrés en Suède, une demande substantielle de couronnes suédoises s'est produite à partir de la seconde quinzaine d'août. La demande, qui émanait principalement de l'étranger, a commencé à influencer le marché après qu'un institut de prévision eût fait état d'une sous-évaluation d'environ 25% de la couronne. Des bruits de réévaluation se sont propagés et la Sveriges Riksbank a dû intervenir sur le marché au comptant et à terme, laissant en même temps l'indice baisser de 130,3 à 129,7.

Le dollar canadien est resté soumis à une très forte pression à la baisse pendant la première quinzaine de juillet, tombant, le 11 juillet, à un niveau jamais enregistré par rapport au dollar EU. Conforté par l'élargissement sensible des écarts de taux d'intérêt en faveur des avoirs canadiens, le dollar canadien est remonté au cours de la seconde quinzaine. En août, alors que les écarts de taux d'intérêt se rétrécissaient, la monnaie canadienne a poursuivi son ascension du fait que les termes des paiements commerciaux et les positions des opérateurs ont continué de se retourner en sa faveur, en partie par suite d'une évaluation plus favorable de l'évolution économique et de l'attente d'un gouvernement à majorité conservatrice après les élections nationales du 4 septembre. Au total, le dollar canadien est monté de 1,5% par rapport au dollar EU et de 2,25%, en taux effectif pondéré, au cours de la période de deux mois considérée.

Le yen japonais a baissé de 1,9% par rapport au dollar EU mais s'est apprécié de 1,7% vis-à-vis des monnaies de la CEE. D'importantes sorties de capitaux japonais à long terme se sont produites en juillet par suite de l'élargissement de l'écart existant entre les taux d'intérêt des deux monnaies. En août, le yen a regagné le terrain perdu, du fait que les résultats favorables de l'économie japonaise et l'absence d'un élargissement de cet écart a provoqué des entrées nettes de fonds investis en valeurs mobilières.

II. INTERVENTIONS

A. Interventions en dollars EU

En juillet, les ventes nettes de dollars des banques centrales se sont élevées à \$EU 0,6 milliard, contre \$EU 1,4 milliard en juin. Le chiffre net de juillet se décompose en \$EU 2,7 milliards d'achats bruts et \$EU 3,3 milliards de ventes brutes. Les principaux acheteurs nets de dollars ont été la Banca d'Italia et la Banque du Canada, et les plus gros vendeurs nets la Deutsche Bundesbank et la Banque du Japon.

En août, les achats nets de dollars se sont chiffrés à \$EU 0,6 milliard, se décomposant en \$EU 2,0 milliards d'achats bruts et \$EU 1,4 milliard de ventes brutes. Les principaux acheteurs de dollars ont été la Banque du Canada et la Sveriges Riksbank, et le principal vendeur la Deutsche Bundesbank.

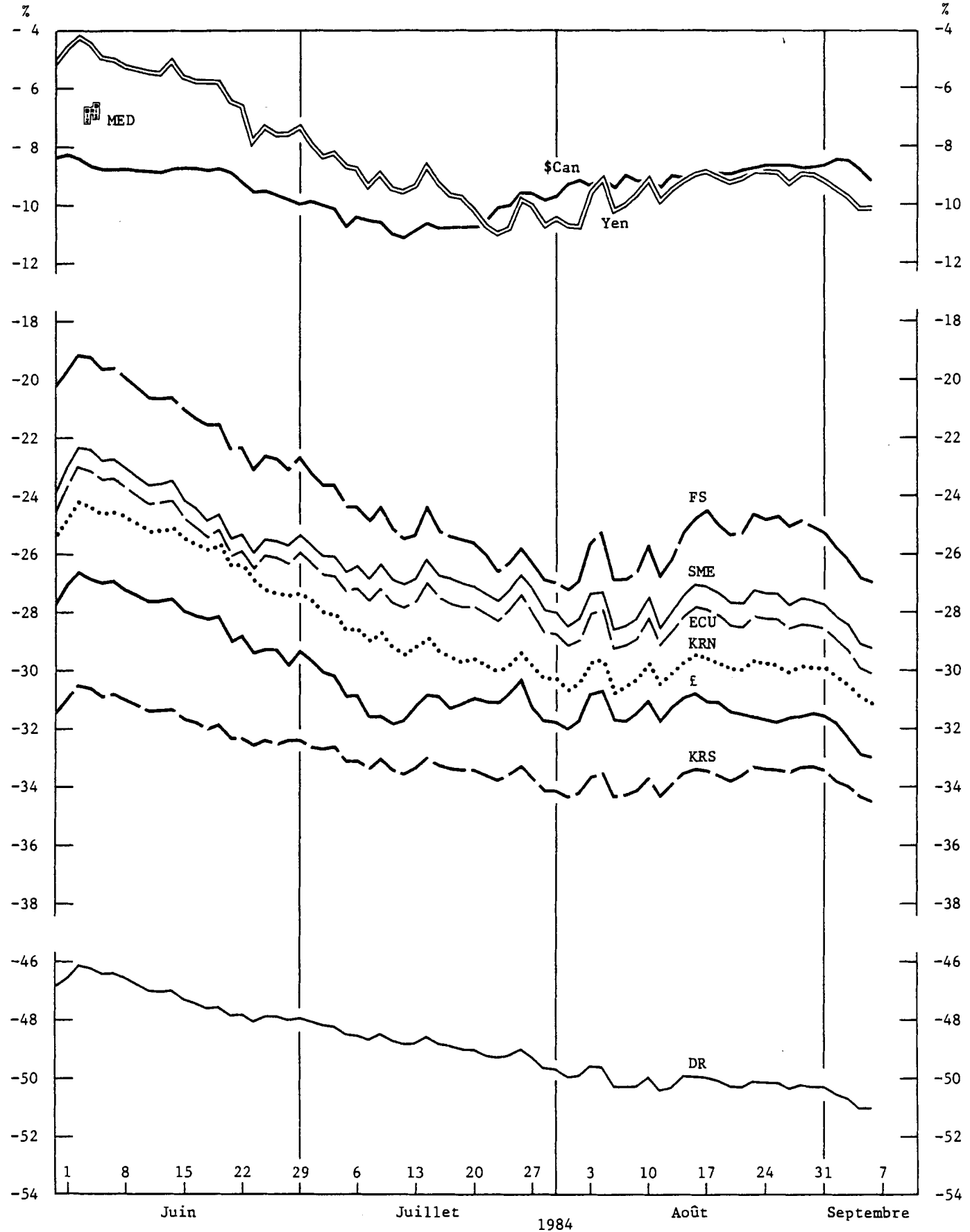
B. Interventions en monnaies communautaires

Les interventions brutes en monnaies communautaires ont atteint au total l'équivalent de \$EU 2,8 milliards en juillet et de \$EU 1,4 milliard en août, contre \$EU 1,1 milliard en juin. Elles ont consisté en achats intramarginaux de deutsche marks, effectués principalement par la Banque de France et la Banca d'Italia.

III. PREMIERS JOURS DE SEPTEMBRE

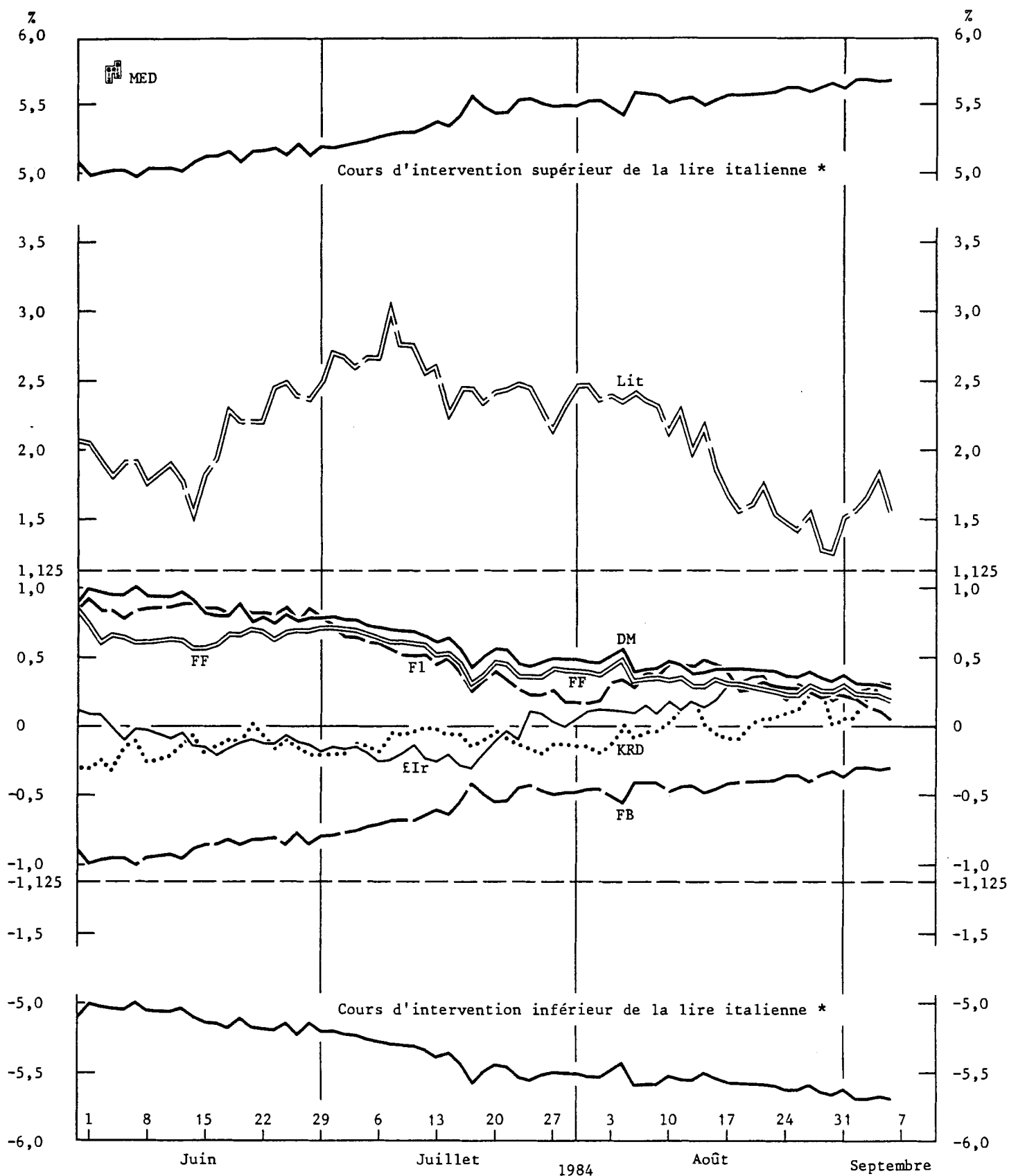
Le dollar a dépassé les niveaux records atteints au début du mois d'août. Son raffermissement par rapport aux monnaies européennes a été particulièrement prononcé. La situation au sein du SME est demeurée calme. La Deutsche Bundesbank a continué à vendre des dollars et la Banque de France a effectué de nouveau des achats de deutsche marks à l'intérieur des marges. La Banca d'Italia, le 4 septembre 1984, a relevé son taux d'escompte de un point de pourcentage, de 15,5 à 16,5%, afin de maîtriser la progression des crédits bancaires à l'économie interne.

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 *



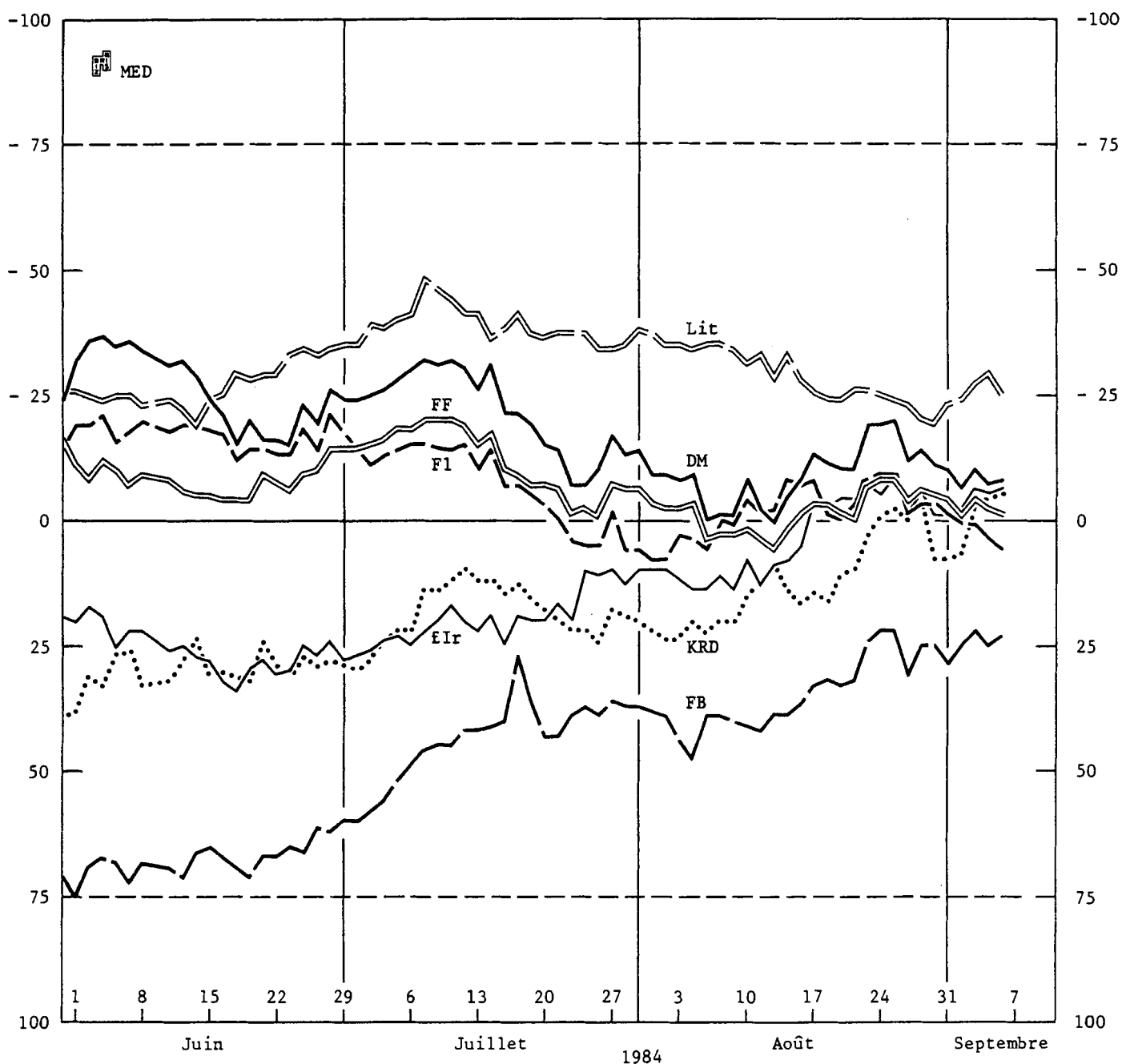
* ECU 1,08517; £ 0,52206; DR 57,3424; \$Can 1,1862; FS 1,7985; Yen 219,60; KRS 5,5325; KRN 5,8050; cours médian des monnaies participant au SME 1,0705. Le cours médian des monnaies participant au SME représente la moyenne journalière des cours des deux monnaies à marge de fluctuation de 2,25%, exprimés 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



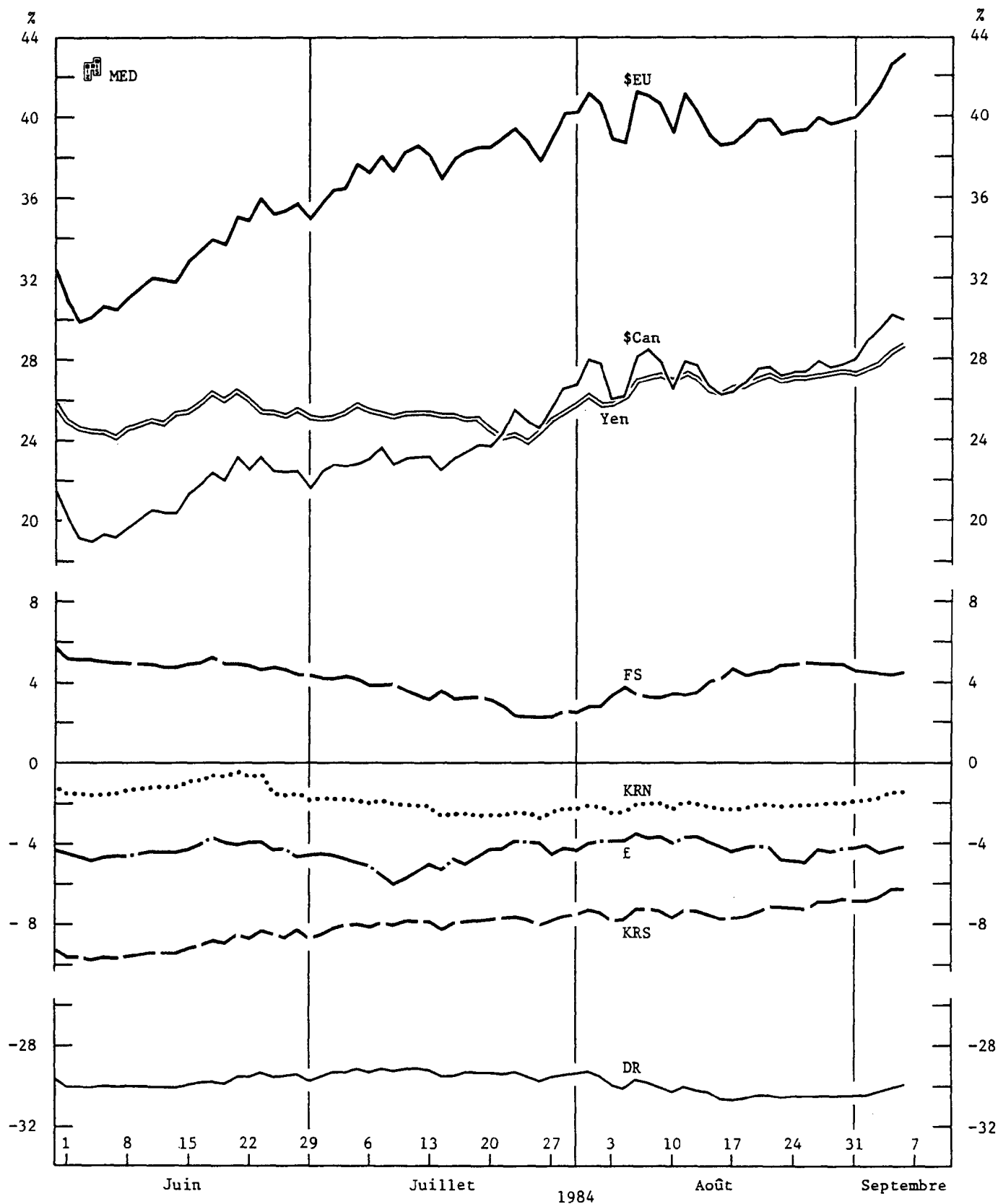
* Les cours d'interventions supérieur et inférieur de la lire italienne représentent l'écart maximal théorique par rapport à la monnaie la plus faible respectivement la plus forte dans la bande de fluctuation étroite de $\pm 2,25\%$.

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 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.

6 septembre 1984