

PROCES-VERBAL *
DE LA 191e SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS
DES BANQUES CENTRALES DES ETATS MEMBRES DE LA
COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE
TENUE A BALE, LE MARDI 11 DECEMBRE 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 et Reynolds; 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. Camdessus, accompagné par MM. Waitzenegger et Cappanera; le Gouverneur de la Banca d'Italia, M. Ciampi, accompagné par MM. Dini et Masera; le Président de la Nederlansche Bank, M. Duisenberg, accompagné par MM. Szász, de Boer et Brockmeijer; le Gouverneur de la Bank of England, M. Leigh-Pemberton, accompagné par MM. Loehnis et Balfour; le Directeur Général des Affaires économiques et financières de la Commission des Communautés européennes, M. Russo, accompagné par M. Mingasson; le Secrétaire du Comité monétaire, M. Kees; le Directeur Général de l'Institut monétaire luxembourgeois, M. Jaans. 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.

Le Président ouvre la séance en souhaitant la bienvenue à M. Camdessus, nouveau Gouverneur de la Banque de France et en lui exprimant le plaisir du Comité de bénéficier désormais de sa participation. Il ajoute que M. de la Genière ayant quitté le cercle des banquiers centraux depuis la séance de novembre, il compte lui adresser une lettre pour lui exprimer les regrets des Gouverneurs devant son départ et leurs meilleurs vœux.

* Texte définitif, approuvé lors de la séance du 12 février 1985, présentant par rapport au projet quelques modifications de caractère rédactionnel.

I. Approbation du procès-verbal de la 190e 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 190e séance du 13 novembre 1984.

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 de novembre et des premiers jours de décembre 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.

M. Breen indique que les Suppléants n'ont pas procédé à une discussion approfondie du rapport et qu'ils en recommandent l'adoption par le Comité.

Le Président fournit quelques indications sur les taux d'intérêt en Irlande qui ont augmenté au moment où on s'attendait plutôt à une baisse. La Central Bank of Ireland a suivi de très près l'évolution des taux d'intérêt depuis l'été et a estimé qu'il fallait sanctionner le raffermissement des taux qui a accompagné une sorte de rapatriement des emprunts (on emprunte davantage à l'intérieur et moins à l'extérieur). La banque centrale a considéré utile d'encourager cette tendance pour favoriser les entrées nettes de capitaux.

Le Président constate que le Comité n'exprime pas de remarques sur le rapport destiné aux Ministres des Finances des pays de la CEE et que ce rapport est adopté.

III. Rapport du Président sur la session du Conseil des Ministres des Finances et suite éventuelle des discussions sur les possibilités de renforcement du SME

Le Président donne quelques indications sur la manière dont la question du renforcement du SME a été traitée au Conseil ECOFIN du 10 décembre 1984 à Bruxelles. Les Ministres étaient saisis d'une Communication et d'un Projet de Résolution établis par la Commission et ces documents ont été présentés en session plénière par le Commissaire Andriessen.

La discussion des propositions de la Commission a eu lieu lors du déjeuner ministériel restreint, au cours duquel le Président a présenté le rapport oral du Comité des Gouverneurs tel qu'il a été agréé par les Gouverneurs. Le Président du Comité monétaire a également présenté un rapport oral et chaque Ministre a ensuite pris la parole. Le Président donne un bref compte rendu des remarques faites par les Ministres et ajoute que ceux-ci ont adopté, après le déjeuner, une déclaration sur le renforcement du SME dont le projet avait été préparé par MM. Camdessus et Ó Cofaigh (le texte de cette déclaration a été remis aux Gouverneurs à Bâle).

En réponse aux critiques qui ont été formulées à propos de la procédure suivie par la Commission, M. Russo rappelle que le Comité monétaire avait été informé, dès le mois de novembre, que le Conseil ECOFIN du 10 décembre serait saisi d'une communication et d'un projet de résolution sur le renforcement du SME, se fondant sur le large accord qui s'était dégagé au sein tant du Comité des Gouverneurs que du Comité monétaire. Il est vrai qu'une réserve persistait en novembre au sein du Comité des Gouverneurs, mais la Commission avait jugé nécessaire de permettre au Conseil de respecter le calendrier qu'il s'était fixé lors de sa réunion informelle de Dromoland Castle. La Commission avait transmis ces documents au Secrétariat du Comité des Gouverneurs et le Comité monétaire en avait discuté lors de sa réunion du 4 décembre. Les propositions de la Commission avaient été établies pour le Conseil ECOFIN et elles semblaient n'avoir fait l'objet que d'une mention au Conseil européen tenu à Dublin les 3 et 4 décembre 1984.

M. Pöhl tient à souligner son désaccord sur la procédure qui a été suivie par la Commission depuis la séance du Comité de novembre. Les banques centrales ont travaillé dur pendant des mois pour élaborer un paquet de mesures modifiant certains points de l'Accord sur le SME. Ce paquet modeste était près d'être accepté en novembre mais les Gouverneurs ont respecté l'impossibilité pour un de leurs collègues de s'y rallier. La Commission connaissait parfaitement cette situation et, malgré cela, elle a préparé un document important qu'elle a présenté au Conseil européen de Dublin, au Conseil ECOFIN et au

public de manière très spectaculaire. Dans ce document, la Commission donne l'impression que le Conseil pourrait prendre des décisions, sur la base de ses propositions, sur des questions dont deux sur trois au moins entrent dans la compétence exclusive des banques centrales. En outre, la Commission recommande vivement d'approfondir d'autres points comme la modification ou la suppression de la limite d'acceptation appliquée aux règlements en Ecus; or, elle sait, là aussi, qu'une telle mesure n'est pas possible actuellement; certaines banques centrales, telles que la Banque de France et la Deutsche Bundesbank, y étaient favorables mais l'introduction d'une autre forme de protection pour les créanciers n'était pas admise par tous. Le SME peut d'ailleurs fort bien fonctionner avec cette limite qui est en vigueur depuis près de six ans. Quoiqu'il en soit, il n'est pas acceptable que la Commission continue de soumettre au Conseil des propositions importantes sur le SME et donne ainsi l'impression de vouloir exercer des pressions sur les Gouverneurs. En ce domaine, il ne s'agit pas uniquement des situations juridique et institutionnelle des banques centrales, variables selon les Etats membres, mais aussi des droits et des compétences respectifs de la Commission, du Conseil et des banques centrales. Pour le SME, ce n'est pas la Commission qui propose, le Conseil qui dispose et le Comité des Gouverneurs qui exécute. Il importe donc que la Commission n'oublie pas cela et qu'elle n'essaie pas de créer, par tous les moyens, des faits accomplis qui suscitent des espoirs suivis inévitablement de déceptions.

M. Ciampi partage entièrement les remarques de M. Pöhl à propos des procédures suivies qui ont surpris tous les Gouverneurs. Il ne s'agit pas simplement d'une réflexion formelle mais d'une considération sur l'importance du rôle des banques centrales en la matière. En effet, le bon fonctionnement du SME repose largement sur les accords formels et non formels conclus entre les banques centrales. Après la grande publicité qui a été faite autour du SME, une période de pause est peut-être souhaitable. Il semble toutefois qu'en tenant compte du souhait exprimé par certains Ministres et du fait que les Gouverneurs étaient très près d'aboutir, en novembre, un accord pourrait être réalisé d'ici la rencontre informelle de Palerme les 13 et 14 avril 1985.

Le Président fait observer que ni lui-même, ni le Président du Comité monétaire n'ont fait état aux Ministres d'un calendrier ou d'une date possible.

M. Duisenberg indique qu'il est tout à fait d'accord avec les propos de M. Pöhl sur la procédure suivie par la Commission. Il note

que, dans les documents de celle-ci, il est fait mention d'orientations ou de directives que les Ministres donneraient aux Gouverneurs. Aux Pays-Bas, par exemple, l'autorisation du Ministre à donner des directives à la banque centrale est soumise à des procédures exceptionnelles et strictement définies, afin de garantir l'autonomie de celle-ci. De même, au niveau communautaire, pour des questions qui relèvent de la compétence des banques centrales, celles-ci ne peuvent accepter non plus que des directives soient introduites sans garanties quant aux procédures. Le Conseil des Ministres pourrait inviter les Gouverneurs à examiner certaines mesures mais la décision éventuelle resterait aux Gouverneurs.

M. Duisenberg rappelle que, sous réserve d'un Gouverneur qui l'estimait insuffisant, le paquet à trois éléments avait recueilli un très large accord. Les modifications envisagées aux règles du SME doivent néanmoins être considérées comme une pièce dans un ensemble plus vaste comprenant notamment la libéralisation des mouvements de capitaux, le rétrécissement de la marge de fluctuation élargie dont bénéficie la lire italienne, l'élimination du double marché des changes existant dans un pays et la participation de la livre sterling au mécanisme de change. Il semble indiqué de ne pas revenir sur le SME dans les tout prochains mois et de reprendre la discussion un peu plus tard en partant du rapport oral du Président du Comité aux Ministres.

Le Président note, en conclusion du débat des Gouverneurs, le mécontentement exprimé à l'égard des procédures suivies et le souhait d'avoir une certaine pause dans les travaux sur le SME.

IV. Prorogation du mécanisme de swaps renouvelables du SME

Le Président rappelle d'une part que les Gouverneurs ont reçu une note du Secrétariat dans laquelle il est proposé de proroger le mécanisme de swaps renouvelables du SME dans les mêmes conditions qu'en 1980 et 1982; d'autre part qu'il a mentionné aux Ministres, hier, lundi 10 décembre à Bruxelles, la décision que les Gouverneurs comptaient prendre aujourd'hui.

Le Président constate l'accord des Gouverneurs sur le fond et sur la procédure, à savoir:

1. l'inscription au procès-verbal du texte suivant: "En vue d'assurer la continuation du mécanisme de swaps renouvelables du SME

au-delà du 13 mars 1985, échéance stipulée dans la décision des Gouverneurs du 14 décembre 1982 pour ce mécanisme, les Gouverneurs décident, en application de l'article 20.1 de l'Accord du 13 mars 1979, fixant entre les banques centrales de la CEE les modalités de fonctionnement du SME:

- que les crédits croisés d'or et dollars contre Ecus visés à l'article 17, paragraphe 3 du même Accord ne seront pas dénoués au 13 mars 1985;
- que le mécanisme de ces crédits croisés est reconduit pour une nouvelle période de deux ans au terme de laquelle, et sauf décision contraire prise à l'unanimité, les crédits croisés d'or et dollars contre Ecus seront dénoués. Durant cette période, c'est-à-dire jusqu'au 13 mars 1987, ce mécanisme restera soumis aux mêmes dispositions de l'Accord du 13 mars 1979, étant entendu toutefois que, dans la mesure où le passage à la phase institutionnelle du SME interviendra avant le 13 mars 1987, les Gouverneurs pourront, par une décision prise à l'unanimité, réduire cette période et modifier le mécanisme";

2. l'envoi au Président du Conseil ECOFIN de la lettre dans le texte qui a été annexé à la note du Secrétariat.

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

- du Rapport No 25 établi par le groupe d'experts présidé par M. Raymond;
- de la Série mensuelle de statistiques

A. Exposé de M. Raymond

Le groupe d'experts a rendu disponible fin novembre deux rapports: le Rapport No 25 qui est le document semestriel habituel sur les politiques monétaires et un Rapport spécial sur les taux d'intérêt réels qui répond à des questions posées précédemment par les Gouverneurs et que ceux-ci examineront certainement en janvier.

Le Rapport No 25 ne fait pas ressortir d'importantes modifications dans la conjoncture économique, les rapports de change et la politique

monétaire depuis le printemps, c'est-à-dire par rapport à la situation décrite dans le Rapport No 24.

Avec le secours, il est vrai, d'un environnement international favorable et qui pourrait le devenir moins en 1985, les politiques d'ajustement ont produit des effets positifs. Les taux d'inflation ont continué de diminuer; les paiements courants suscitent moins d'inquiétude qu'en 1983 en dépit de la charge de la dette dans certains pays; enfin, la convergence entre pays membres s'est améliorée, bien qu'elle demeure encore insuffisante.

Ce retour à de meilleurs équilibres dans le secteur financier n'a pas mis obstacle à une reprise modérée de l'activité et notamment de l'investissement mais qui est resté malheureusement sans grand effet sur l'emploi.

La politique des revenus continue d'évoluer dans un sens qui convient aux autorités monétaires: flexibilité des salaires, redressement des profits des entreprises.

En revanche, les progrès accomplis dans le domaine budgétaire restent trop modestes. Même s'ils sont pour une large part d'origine conjoncturelle, les déficits se sont "pétrifiés" et sont devenus structurels. Sur ce point, les experts ont introduit un paragraphe pour répondre à des questions posées précédemment par M. Lamfalussy. La réduction des déficits en pourcentage du PIB se révèle très difficile. Un effort est accompli, cependant, avec un certain succès pour en assurer un financement plus sain.

Gérées avec prudence, les politiques monétaires ont suivi leur cours antérieur, qui était restrictif sans excès. C'est seulement en Allemagne, où les conditions économiques s'y prêtent, qu'une orientation légèrement plus expansive a été adoptée.

Les objectifs quantitatifs ou les projections officielles sont en passe d'être réalisés pour 1984. En France et en Italie, le ralentissement de la croissance de la masse monétaire, qui a d'ailleurs correctement été anticipé par les autorités, est en partie lié à la poursuite de phénomènes de substitution consécutifs à l'innovation financière. La structure des contreparties de la masse monétaire a continué de s'améliorer et les ressources des banques de se consolider.

Les taux d'intérêt ajustés de l'inflation sont demeurés fermes. Les taux nominaux ont baissé, surtout au second semestre, mais ils n'ont fait que suivre les taux d'inflation.

Comme ils l'ont déjà fait dans le passé, les experts recommandent l'application pour 1985 de politiques monétaires différenciées. La réduction de l'inflation et la consolidation des comptes extérieurs restent nécessaires dans plusieurs pays membres. Les progrès accomplis à ce jour rendent cependant la grille des parités au sein du SME plus robuste et plus aisément défendable qu'autrefois, si la volonté d'améliorer encore la convergence est rendue suffisamment crédible.

B. Exposé de M. Breen

Les Suppléants ont discuté le Rapport No 25. Dans l'ensemble, ils partagent l'analyse et les conclusions des experts. Ils ont relevé que l'environnement de la politique monétaire s'est amélioré mais que des problèmes préoccupants demeurent en matière de finances publiques.

Certains Suppléants ont attiré l'attention sur le fait que la reprise de la demande de crédit du secteur privé a été moins générale que ne le suggère le rapport, en particulier en Irlande et en Belgique où elle est restée faible.

Ainsi que M. Raymond l'a mentionné, les Suppléants ont pris note du Rapport spécial que les experts ont préparé sur les méthodes de calcul et la signification des taux d'intérêt ajustés. Il est suggéré de mettre ce rapport à l'ordre du jour de la séance des Gouverneurs de janvier 1985.

C. Discussion du Comité

M. Ciampi remercie M. Raymond et son groupe pour l'excellent travail accompli. Les perspectives économiques sont effectivement plus favorables qu'avant l'été; cependant, la réduction des déséquilibres internes et externes ne permet pas encore d'espérer une reprise généralisée car, même si la situation du marché de l'emploi le justifierait amplement, le risque d'une relance de l'inflation est encore élevé. La recommandation d'une approche différenciée dans les politiques des Etats membres est donc judicieuse, et si des politiques restrictives sont nécessaires, elles devraient porter en premier lieu sur les finances publiques. La politique monétaire, en Italie, essaiera en 1985 d'assurer un financement équilibré de l'activité économique avec l'objectif de faire baisser le

taux d'inflation annuel à 7%. La cohésion à l'intérieur du SME ne peut que bénéficier d'une certaine différenciation des politiques monétaires des pays membres. Les progrès vers la convergence sont convenablement interprétés par les marchés et ont des effets positifs sur les rapports de change. La structure actuelle des parités reste donc appropriée mais on ne peut exclure qu'elle soit affectée par des facteurs extérieurs au SME.

M. Leigh-Pemberton souligne l'importance que pourrait avoir l'évolution aux Etats-Unis. En effet, une poursuite du repli des taux d'intérêt américains serait a priori bienvenue mais, si elle résultait beaucoup plus d'un ralentissement marqué de l'activité économique aux Etats-Unis que d'une réduction du déficit budgétaire, elle pourrait avoir un effet très dommageable sur la reprise naissante en Europe. D'où la question: dans quelle mesure les pays européens sont-ils à même de prendre la tête du mouvement de la reprise dans le monde? Au Royaume-Uni, la croissance devrait se poursuivre et atteindre environ 2,5% en 1985, soit un taux proche des 3% qui semblent possibles pour l'ensemble de la CEE. Le Rapport No 25 reconnaît avec justesse que les pressions inflationnistes ne sont plus dangereuses dans la Communauté; toutefois, quelques pressions pourraient réapparaître au Royaume-Uni du côté des salaires qui restent trop élevés. L'évolution de £M3 a été assez erratique; en novembre, la progression dépassera la fourchette-objectif mais les tendances sous-jacentes restent satisfaisantes et l'expansion de l'agrégat monétaire devrait revenir dans la fourchette en janvier ou février.

M. Godeaux estime que le Rapport No 25 présente d'une manière synthétique et fort claire un jugement sur le passé récent et une recommandation quant à l'avenir proche. Il relève en particulier, dans ce qui est dit au Chapitre III "Questions de politique économique", l'utilité d'une différenciation des politiques monétaires au sein de la CEE et la possibilité, pour certains pays, d'adopter des politiques à moyen terme propices à une croissance économique soutenue. Les analyses de l'Annexe II sur les taux d'intérêt touchent la grande question qui se pose dans les pays de la CEE et notamment en Belgique pour les semaines à venir. En ce qui concerne ce dernier pays, la place de sa monnaie dans la bande du SME ne reflète pas entièrement les progrès accomplis dans la correction des

grands déséquilibres qui caractérisaient la situation il y a quelques mois. En effet, le déficit de la balance des paiements courants à été fortement réduit de FB 114 milliards en 1982 à 28 milliards en 1983 et à environ 15 milliards en 1984 (les derniers mois enregistrent un excédent ou un équilibre). Les sorties de capitaux à long terme sous la forme d'achats de valeurs mobilières étrangères restent préoccupantes mais les sorties nettes ont sensiblement diminué. L'inflation a été ramenée à un taux annuel de 5,3% en novembre au lieu de 6,9% et 8,9% un an et deux ans auparavant. L'évolution des investissements manufacturiers est également favorable. Deux points noirs demeurent, à savoir le chômage qui, malgré une très légère réduction durant les derniers mois, reste élevé, et le déficit des finances publiques. La tenue du franc belge a été aidée par une politique de différentiel de taux d'intérêt plus exigeante que précédemment. La banque centrale est toutefois soumise aux pressions habituelles en faveur d'une baisse des taux; sa marge de manoeuvre est très faible et ne pourrait s'accroître que si les pays de la CEE qui ont fait les progrès les plus importants en matière d'inflation et de balance des paiements prenaient quelque initiative.

En se référant au Chapitre III de l'excellent rapport des experts, M. Camdessus estime que la France ne se trouve pas parmi les pays qui ont suffisamment réduit leurs déséquilibres internes et externes pour être en mesure d'adopter des politiques à moyen terme propices à une croissance économique soutenue. La France est engagée dans un processus d'ajustement graduel qui implique de continuer les efforts pendant longtemps. Ainsi, en changeant quelque peu les instruments de contrôle monétaire - M. de la Genière a présenté en novembre le nouveau dispositif qui se substitue au vieil encadrement du crédit - la même politique de résorption progressive de l'inflation et de réduction de l'expansion monétaire est poursuivie. En 1984, l'objectif pour l'agrégat M2 résidents était une plage entre 5,5 et 6,5% et il devrait être parfaitement respecté, sauf mauvaise surprise, comme cela s'est produit fin décembre 1983. Pour 1985, l'objectif est fixé à 4-6%. Cet objectif est cohérent avec une perspective de balances des paiements équilibrée; centré sur une progression de 5%, il marque donc une réduction d'un point de pourcentage par rapport à 1984.

M. Chalikias indique que le déficit budgétaire en Grèce devrait s'élever en 1984 à environ 10,2% du PNB, ce qui est légèrement plus élevé que prévu; il est envisagé de le ramener en 1985 au-dessous de 10%. La politique monétaire continue à poursuivre un double objectif: freiner l'expansion du crédit au secteur privé - cette expansion devrait être inférieure de 2 à 3 points à celle du revenu national moninal - et adopter des méthodes de financement du déficit budgétaire ayant les effets les moins défavorables sur les conditions monétaires. Ainsi, dans les prochaines années, les bons du Trésor devraient être vendus au public et devraient devenir des actifs beaucoup moins liquides qu'actuellement. Comme il est dit à juste titre dans l'excellent rapport des experts, la croissance rapide de M3 en Grèce n'a pas la même signification monétaire que dans d'autres pays, étant donné que les ménages grecs n'ont pas la possibilité d'épargne financière autre que les dépôts en banque. La plus grande partie de ces dépôts sont à vue et constituent donc un actif extrêmement liquide pour les déposants; toutefois, en l'absence d'alternatives, ils restent en fait stables pendant de longues périodes.

M. Pöhl marque son appréciation à l'égard du Rapport No 25 qui souligne à juste titre les progrès vers une meilleure convergence des évolutions économiques des Etats membres. Les progrès faits au Danemark, en France et en Italie dans la libéralisation des mouvements de capitaux sont également extrêmement bienvenus et il serait très souhaitable de continuer dans cette voie si l'amélioration de la convergence le permet. Plus de convergence ne permettrait-il pas aussi de réduire les différentiels de taux d'intérêt entre les pays de la CEE? Ces différentiels expliquent sans aucun doute les mouvements de capitaux importants observés entre les pays de la Communauté depuis quelques mois. En raison de la grande stabilité des cours de change intracommunautaires, les investisseurs exploitent les écarts de taux d'intérêt. Ainsi, par exemple, les taux des emprunts d'Etat danois sont à peu près le double de ceux de placements semblables en Allemagne. Il est donc intéressant pour des résidents de ce dernier pays d'acheter des titres danois et il pourrait de même leur apparaître intéressant d'acheter des bons du Trésor italien, malgré un risque plus grand lié à la marge de fluctuation plus large. La faiblesse relative du deutsche mark dans la bande du SME n'est donc pas seulement liée à la fermeté du dollar mais aussi à ces mouvements de capitaux.

Les taux d'intérêt sur le marché financier allemand ont opéré un repli durant ces derniers mois (ils sont légèrement en deçà de 7%) qui est d'autant plus remarquable qu'il s'est produit, pendant une période de faiblesse du deutsche mark vis-à-vis du dollar et même des monnaies du SME et alors que l'impôt retenu à la source a été supprimé. Une telle baisse des taux est bonne pour la conjoncture mais elle renforce les pressions à la dépréciation de la monnaie. L'objectif de la politique monétaire aura été parfaitement atteint en 1984. Pour l'objectif de 1985, qui va être fixé très prochainement, il faudrait prendre une fourchette un peu plus faible étant donné que la prévision d'inflation est de 2% en 1985 au lieu de 3% en 1984. Il est important en tout cas de réaffirmer l'attachement et la détermination en faveur d'une stabilité interne et externe; cela est dans l'intérêt de l'Allemagne et aussi des partenaires du SME surtout si le maintien d'un dollar très fort propage des pressions inflationnistes qui pourraient affecter les perspectives peut-être un peu optimistes faites pour l'évolution des prix en 1985.

M. Hoffmeyer indique que les mouvements de capitaux ont commencé à être libéralisés au Danemark en 1979 selon un processus graduel marqué toutefois par un grand mouvement en avant en 1983. A cette époque, la croissance du PNB réel était de 4%, taux record en Europe qui n'avait pas été prévu. Une telle expansion économique a soulevé quelques difficultés dans les relations avec le gouvernement à propos notamment du jugement porté sur l'évolution de la consommation. Des négociations salariales assez difficiles sont attendues pour le printemps de 1985. Pour ces différentes raisons et aussi pour assurer la crédibilité de la couronne danoise, la politique des taux d'intérêt n'a pas été desserrée. Cela peut encourager l'achat de titres danois par des étrangers et contrarier certains objectifs monétaires mais, en revanche, les emprunts à l'étranger, notamment en Allemagne, du secteur public danois ont été arrêtés. Au total l'effet possible sur le deutsche mark doit être négligeable.

Le Président conclut en remerciant M. Raymond et le groupe d'experts pour l'excellent Rapport No 25 qui a permis au Comité d'avoir une discussion extrêmement intéressante. Il rappelle que le Comité se penchera à nouveau sur les politiques monétaires des pays de la CEE avec le prochain rapport semestriel en mai 1985 et qu'entre-temps, c'est-à-dire

en janvier 1985, les Gouverneurs examineront le Rapport spécial sur les taux d'intérêt ajustés.

VI. Présidence du Comité

Le Président indique qu'en fonction de la règle de l'ancienneté suivie depuis de nombreuses années dans le Comité et sur la base des entretiens qu'il a eus avec les Gouverneurs et notamment MM. Pöhl et Duisenberg, il a le plaisir de proposer M. Duisenberg comme Président du Comité des Gouverneurs pour le mandat normal d'un an commençant le 1er janvier 1985.

Le Président constate l'accord du Comité sur sa proposition.

M. Duisenberg remercie ses collègues pour la confiance qu'ils lui manifestent. Il exprime à M. Ó Cofaigh la gratitude du Comité pour le travail considérable qui a été accompli en 1984 sous sa présidence et pour la manière déterminée mais sereine et agréementée d'un sens de l'humour avec laquelle il a dirigé les débats du Comité.

VII. Autres questions relevant de la compétence du Comité:

- Bref compte rendu du Président sur son échange de vues avec le Gouverneur de la Norges Bank

Le Président rappelle que, dans le cadre du renforcement de la coopération entre les autorités monétaires norvégiennes et le Comité des Gouverneurs, qui a été convenu en mars/avril 1984, il est prévu une rencontre annuelle entre le Président du Comité et des représentants de la Norges Bank. La première rencontre de ce genre a eu lieu ce matin entre 9 et 10 heures, et le Secrétariat diffusera prochainement une courte note résumant les principaux éléments de l'échange de vues qui est intervenu.

- Démarche du Comité ad hoc sur les questions institutionnelles ("Comité Dooge")

Le Président indique que, suite au premier contact pris en décembre, confirmation a été donnée au Secrétariat le 5 décembre 1984 au téléphone.

que le Comité Dooge souhaitait entendre d'une manière informelle les vues du Président du Comité sur le travail actuel du Comité et les perspectives en matière de SME et d'intégration monétaire. Un contact semblable a été pris avec le Secrétaire du Comité monétaire.

Le Président invite M. Breen à présenter les réflexions des Suppléants sur ce sujet.

A. Exposé de M. Breen

Le Comité des Suppléants est dans l'ensemble favorable à une réponse positive à la démarche du Comité Dooge; il estime néanmoins qu cette réponse devrait être assortie de certaines précautions. En particulier, les Suppléants considèrent utile d'apporter un concours au Président du Comité dans la préparation des vues du Comité qu'il aurait à présenter. A cette fin, il serait important de connaître du mieux possible la nature et l'étendue des questions qui seront posées, permettant ainsi au Comité des Gouverneurs de considérer les grandes lignes des réponses. Deux dates, le 31 janvier et le 14 février 1985, ont été suggérées pour une rencontre. Une date plus tardive donnerait plus de temps pour préparer les opinions du Comité et, par conséquent, la seconde date suggérée, à savoir le 14 février 1985, serait préférable. Entre-temps, il serait utile de maintenir un contact étroit avec le secrétariat du Comité Dooge et aussi de voir le genre de réponse que le Comité monétaire envisage de donner à l'invitation reçue par son Président.

B. Discussion du Comité

Le Président constate que les Suppléants proposent:

- une réponse positive mais nuancée à la démarche du Comité Dooge;
- la date la plus tardive pour une rencontre;
- des contacts permettant de mieux connaître à l'avance les questions que poserait le Comité Dooge afin que les Gouverneurs puissent se concerter lors des séances du Comité de janvier ou de février, sur les possibilités que le Président pourrait donner

M. Duisenberg estime que la procédure proposée est acceptable, mais signale que, étant Président du Comité en 1985, la date du 14 février n'est pas possible pour lui.

M. Hoffmeyer voit des difficultés si le Comité Dooge pose des questions très générales, très politiques, ou de caractère institutionnel. Les Gouverneurs ne pourraient guère répondre à des questions de ce genre.

M. Camdessus rappelle qu'en tant que Président du Comité monétaire il n'avait pas fait preuve d'un empressement excessif à répondre à la démarche du Comité Dooge. Cette réponse relève maintenant de son successeur et du Comité monétaire. En tant que Gouverneur, M. Camdessus juge un peu imprudent de demander un questionnaire au Comité Dooge car, avec un secrétariat certainement actif et dynamique, ce Comité va probablement poser des questions ambitieuses, à horizon plus lointain, sur lesquelles les Gouverneurs risquent de devoir faire des réponses négatives ou dilatoires. Il semble préférable que le Président du Comité rencontre les personnalités du Comité ad hoc sans une préparation excessive et leur expose les travaux en cours, les priorités actuelles et l'utilité de faire une pause lorsque les améliorations envisagées pour le SME auront été mises en oeuvre.

M. Godeaux appuie la suggestion de M. Camdessus. Il faut éviter de provoquer des questions pour lesquelles les réponses risquent d'être embarrassantes et il ne faut pas tenter non plus d'enfermer le Président du Comité dans un corset de conclusions que les Gouverneurs auraient élaboré à l'avance. Le Président connaît suffisamment les vues des uns et des autres pour pouvoir faire au Comité Dooge un exposé nuancé et réaliste de l'état des travaux du Comité des Gouverneurs.

M. Breen suggère que le Secrétariat du Comité ou mieux la Central Bank of Ireland qui a des relations cordiales avec le Secrétaire du Comité Dooge, qui est un fonctionnaire irlandais, prenne contact avec ce dernier afin à la fois d'obtenir officieusement une meilleure idée des questions que le Comité Dooge pourrait poser et de faire comprendre que le Comité des Gouverneurs ne serait pas à même de répondre à certaines questions.

M. Pöhl observe qu'il n'est pas habituel que l'on demande l'avis des Gouverneurs et qu'il convient donc d'être courtois. La suggestion de M. Breen est prudente, pragmatique et utile, car il est important de connaître

les questions auxquelles le Comité Dooge peut songer. Les questions peuvent en effet être très diverses; s'il s'agit par exemple du rôle de l'Ecu, il n'y a pas de difficulté à exposer l'état d'avancement des travaux des Gouverneurs; s'il s'agit au contraire de sujets ambitieux et plus vastes comme ceux cités par M. Hoffmeyer (système de banque centrale commune, monnaie commune, etc.), les réponses risquent d'être laconiques. De toute manière, après le sondage que M. Breen effectuerait, les Gouverneurs pourraient se consulter, à la séance de janvier ou de février, et s'accorder sur la manière de procéder en cette matière.

Le Président estime utile de retenir l'idée de M. Pöhl qui reprend la suggestion de M. Breen et implique donc une mission de ce dernier. Il ne s'agit pas de demander un questionnaire mais de mieux connaître les intentions du Comité Dooge. Les Gouverneurs pourront ensuite, à la séance de janvier ou de février, voir quelle attitude ou direction il convient de prendre.

VIII. Date et lieu de la prochaine séance

La prochaine séance aura lieu à Bâle le mardi 8 janvier 1985 à partir de 10 heures.

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

NOVEMBRE 1984

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

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

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

- fortes fluctuations du dollar EU, sans modification nette importante;
- maintien de la stabilité au sein du SME;
- stabilité relative du yen japonais et du dollar canadien par rapport au dollar EU, comparativement aux monnaies européennes.

En vif repli durant la première semaine, le dollar EU s'est généralement raffermi par la suite, terminant le mois en hausse d'environ 2% par rapport aux monnaies européennes et de 1/2% à l'égard du yen japonais et du dollar canadien. L'attrait persistant de la monnaie américaine s'explique par l'importance du volume de la demande émanant des sociétés et par le sentiment que l'écart de taux d'intérêt, après correction de l'inflation anticipée, allait demeurer favorable au dollar EU.

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

Les écarts de taux d'intérêt en faveur du dollar se sont sensiblement réduits au cours du mois, sans influencer toutefois de façon notable le marché des changes. La réélection du Président Reagan et l'abaissement de 1/2% du taux d'escompte de la Réserve Fédérale à 8 1/2% avec effet au 21 novembre 1984 ont été largement anticipés et n'ont donc influencé que passagèrement le cours du dollar.

Le calme a continué de régner au sein du SME et la largeur de la bande de fluctuation étroite est demeurée nettement inférieure au maximum autorisé. Le deutsche mark, le franc français et le florin néerlandais ont continué à être cotés au voisinage de leurs parités bilatérales, tout en se repliant quelque peu au sein du système. Plusieurs banques centrales participantes ont continué à acheter des marks.

Le raffermissement du dollar a davantage affecté le deutsche mark que les autres monnaies. La monnaie allemande n'a pas bénéficié du rétrécissement des écarts de taux d'intérêt favorables au dollar, même en présence des indications d'un nouveau ralentissement du rythme de croissance de l'économie américaine. Les marchés n'ont généralement pas tenu compte des signes d'intensification de la reprise en Allemagne ni de la nouvelle amélioration de la balance commerciale et de la balance des paiements courants. Malgré des remontées passagères par rapport au dollar, le deutsche mark a clôturé le mois à DM 3,10, soit DM 0,07 en dessous du cours du mois précédent. L'ampleur de la fluctuation, entre DM 2,90 et DM 3,10, a traduit la grande incertitude du marché.

Par suite de ce recul vis-à-vis du dollar, le deutsche mark s'est affaibli légèrement au sein du SME, en dépit d'importants achats intramarginaux opérés par d'autres banques centrales membres au cours de la seconde quinzaine du mois. Le deutsche mark a également cédé un peu de terrain à l'égard du yen japonais.

Le franc français a fait preuve d'une tenue satisfaisante, grâce à un bon équilibre des opérations commerciales et s'est situé en permanence en position médiane au sein de la bande étroite de fluctuation. L'annonce d'un excédent de FF 3,5 milliards des opérations courantes de la balance des paiements au troisième trimestre de l'année a été bien accueillie par les marchés.

Le franc belge s'est légèrement raffermi, surtout à partir de la mi-novembre; l'écart le séparant de la monnaie la plus forte dans la bande de fluctuation est resté de l'ordre de 1,2%, mais la décote du franc belge vis-à-vis du mark, du florin et du franc français s'est réduite de 1/4%.

Au cours du mois sous revue, le florin néerlandais s'est légèrement replié en dessous du milieu de la bande, tout en se maintenant à proximité du deutsche mark et du franc français.

La couronne danoise a été la monnaie la plus forte de la bande étroite pendant la majeure partie du mois, en raison surtout d'abondantes importations de capitaux privés.

Sous l'effet en partie des hausses des taux d'intérêt en Irlande, la livre irlandaise s'est raffermie au sein de la bande étroite. La Central Bank of Ireland a porté le taux de ses avances à court terme de 11,5% à 13% le 5 novembre, puis à 13,5% le 27 novembre.

En novembre, la lire italienne a modérément fluctué autour de la limite supérieure de la bande étroite. La Banca d'Italia a acheté des dollars tout au long du mois et a commencé à acquérir des deutsche marks au cours de la seconde quinzaine, lorsque la monnaie allemande s'est repliée au sein du système.

La livre sterling s'est raffermie au début du mois, par suite de la reprise progressive du travail dans les charbonnages, de l'amélioration des perspectives d'évolution des prix pétroliers et d'un comportement généralement plus faible du dollar. Deux réductions d'un demi-point des taux de base, qui ont ainsi été ramenés à 9,5%, ont été absorbées sans difficulté. Par la suite, la livre a fléchi en raison d'un nouvel accès de faiblesse des prix pétroliers et de la fermeté du dollar; elle est remontée vers la fin du mois sous l'effet de la vigueur de la demande d'investissements, et son indice pondéré est demeuré inchangé à 74,9.

Au total, la drachme grecque a fléchi de 1,9% par rapport au dollar EU; elle n'a pratiquement pas varié à l'égard de l'Ecu et s'est appréciée de 0,2% en termes effectifs.

Le léger raffermissement du franc suisse par rapport aux autres monnaies, au début de novembre, a été suivi d'une dépréciation nette mais de courte durée pendant la seconde quinzaine du mois. Les mouvements du taux de change ont ainsi suivi une évolution inverse de celle du taux d'intérêt sur l'euro-franc. Le franc est resté, au total, à peu près inchangé par rapport aux monnaies du SME.

La couronne norvégienne est demeurée stable en termes effectifs, un affaiblissement à l'égard du dollar ayant été compensé par un certain raffermissement par rapport à l'Ecu.

La couronne suédoise s'est légèrement dépréciée en termes effectifs en novembre, son indice passant de 129,9 à 130,6 par suite d'un certain accroissement de la demande de devises à des fins commerciales.

Après s'être raffermi pendant la première semaine de novembre, le dollar canadien a perdu du terrain à l'égard du dollar EU. Ce fléchissement s'est produit malgré un écart de taux d'intérêt nettement favorable et de bonnes nouvelles de l'économie, le marché ayant attaché davantage d'importance à l'apparition probable de pressions saisonnières d'origine commerciale et au comportement généralement plus ferme du dollar EU. La monnaie canadienne s'est toutefois renforcée par rapport à la plupart des autres grandes monnaies étrangères.

Le yen japonais a fléchi de 1/2% vis-à-vis du dollar EU en novembre. Les sorties massives de capitaux reflètent des investissements sur le marché des obligations des Etats-Unis ainsi que des émissions d'obligations "Samouraï" et d'autres titres d'emprunt libellés en yens. La monnaie japonaise s'est appréciée d'environ 1,5% à l'égard des principales monnaies européennes en raison des anticipations de baisse des taux d'intérêt en Europe.

II. INTERVENTIONS

A. Interventions en dollars EU

En novembre, les achats nets de dollars des banques centrales se sont élevés à \$EU 0,5 milliard, soit en légère hausse par rapport au mois d'octobre (\$EU 0,2 milliard). Le chiffre net de novembre se décompose en \$EU 1,8 milliard d'achats bruts et \$EU 1,3 milliard de ventes brutes. Les banques centrales de Norvège, du Royaume-Uni, du Danemark et d'Italie ont été les plus gros acheteurs nets, et la Deutsche Bundesbank le principal vendeur.

B. Interventions en monnaies communautaires

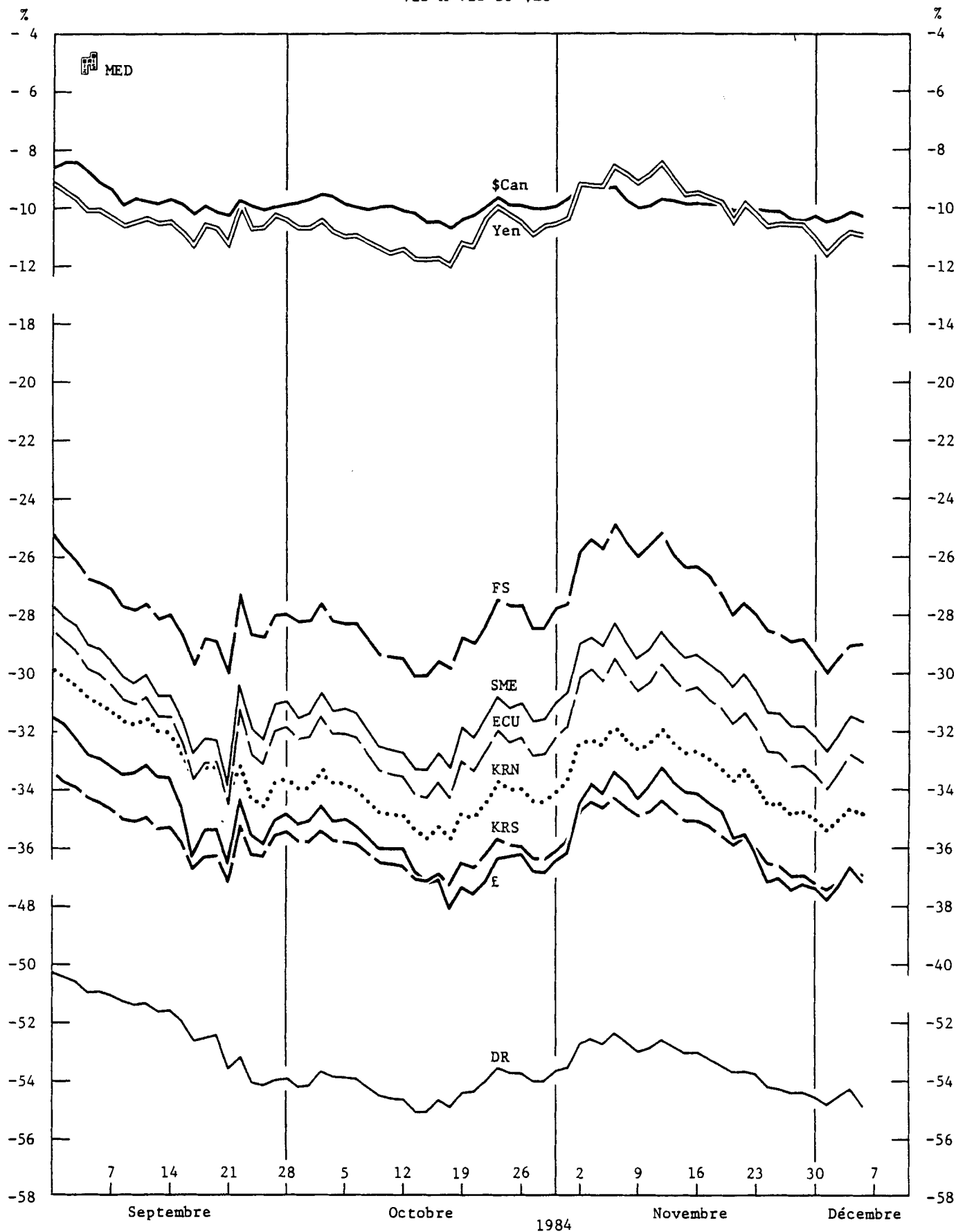
Les interventions brutes en monnaies communautaires ont atteint l'équivalent de \$EU 0,7 milliard en novembre, en augmentation par rapport au mois précédent (\$EU 0,4 milliard); elles ont recouvert des opérations à l'intérieur des marges, achats et ventes de deutsche marks par

la Banque de France, et achats par la Banque Nationale de Belgique, la Danmarks Nationalbank et la Banca d'Italia.

III. PREMIERS JOURS DE DECEMBRE

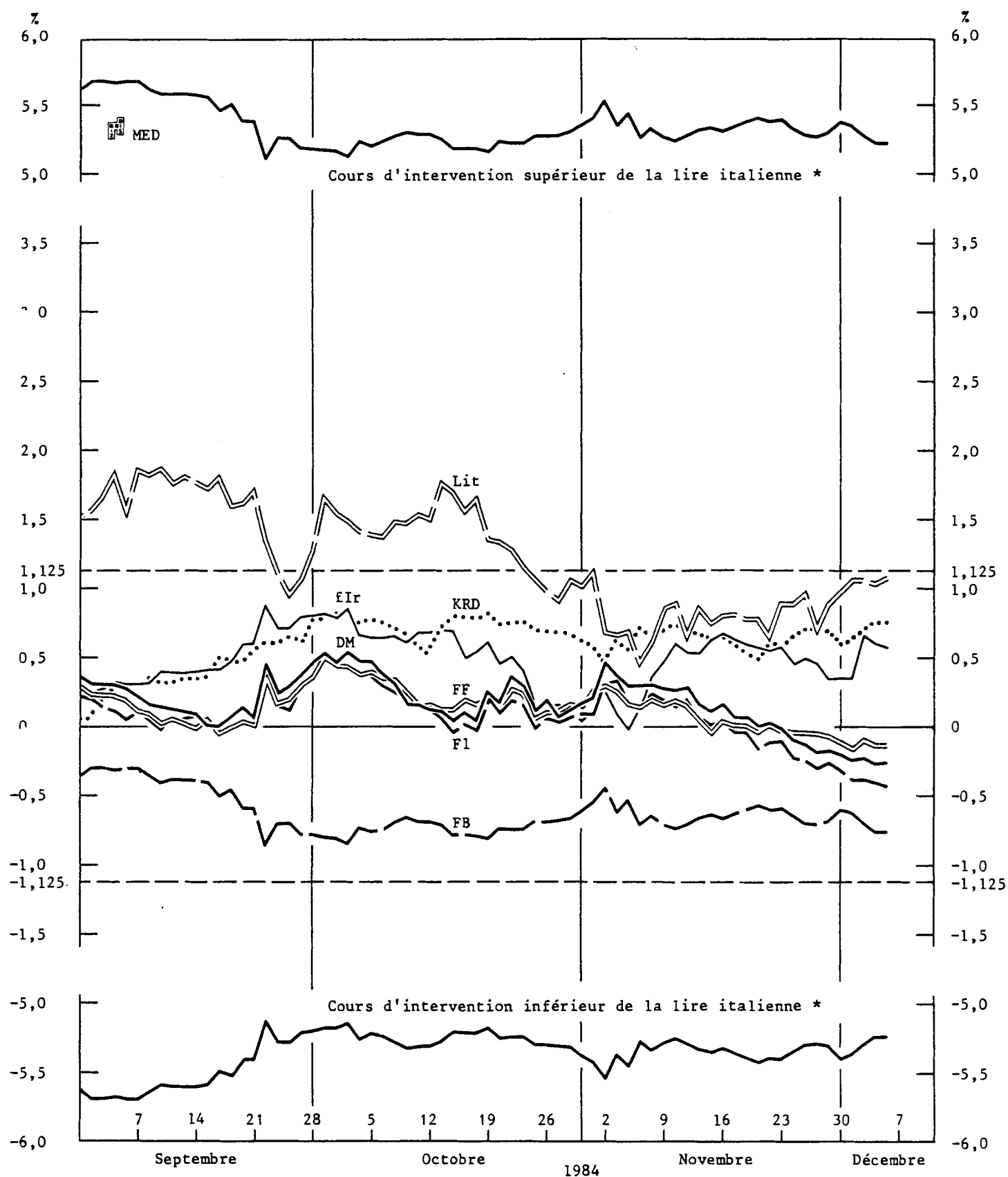
Le dollar a continué de fluctuer dans un marché relativement étroit et en l'absence d'une tendance précise. La situation au sein du SME est restée calme. La lire italienne, la couronne danoise et la livre irlandaise se sont situées au sommet du système, s'appréciant quelque peu par rapport aux autres monnaies participantes.

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.

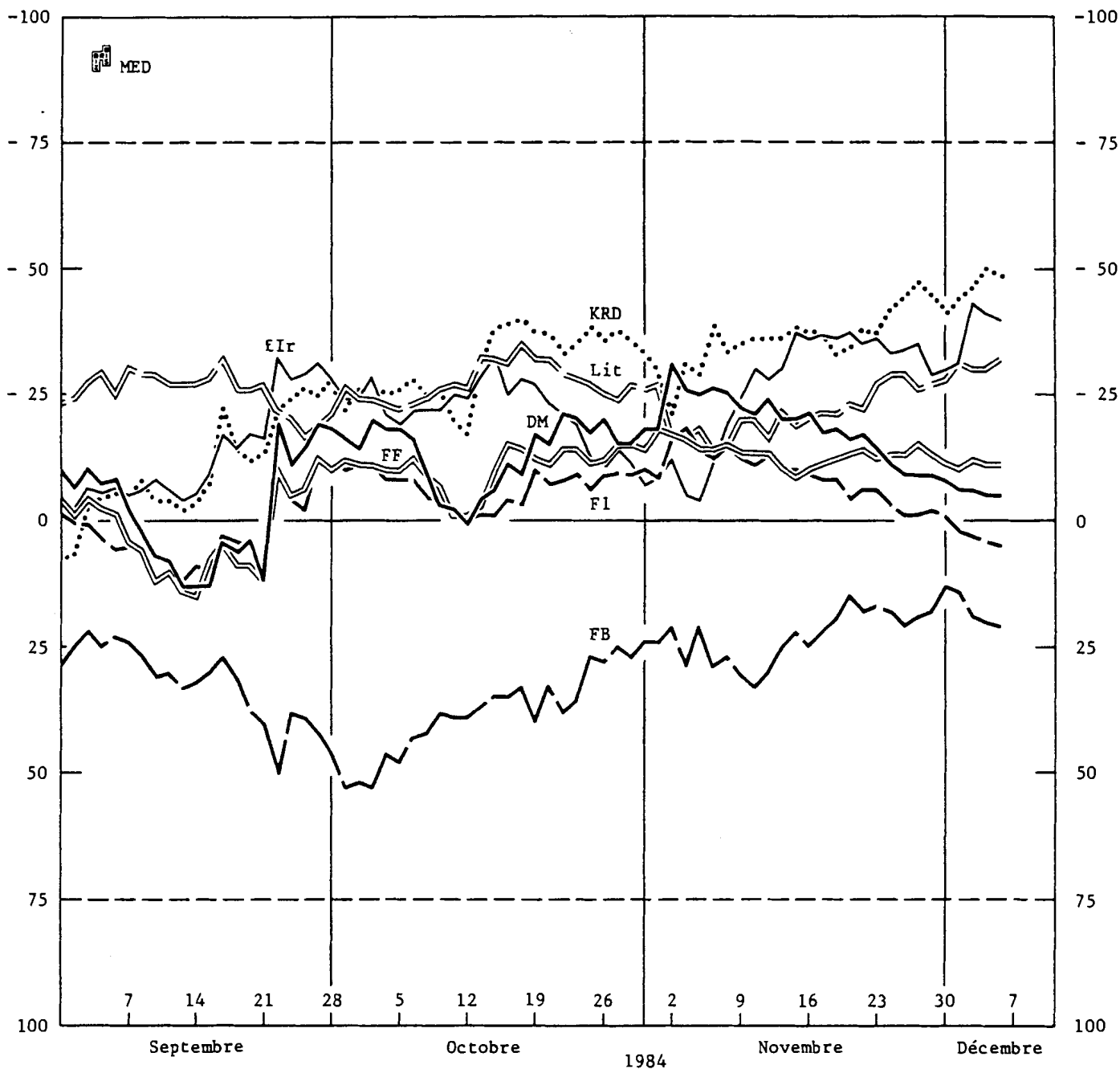
MOUVEMENTS A L'INTERIEUR DE LA GRILLE DE PARITES DU SME
 CALCULES SUR LA BASE DES COURS OFFICIELS DE L'ECU DANS LES
 DIFFERENTES MONNAIES PARTICIPANTES



* 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 $\pm 2,25\%$.

6 décembre 1984

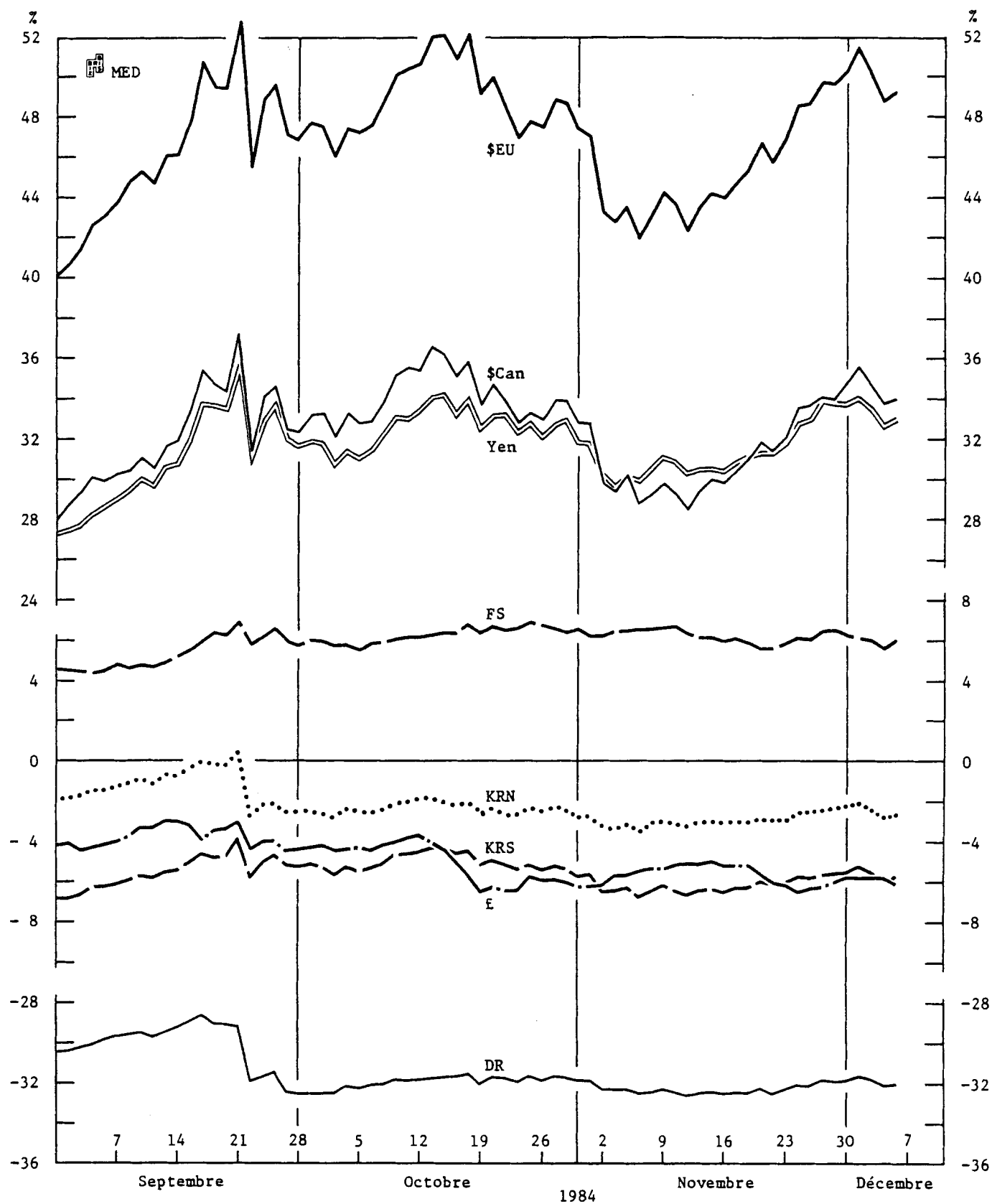
EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE *



* L'indicateur de divergence a pour but de mesurer, sur une base comparable pour toutes les monnaies participant au mécanisme de change européen, la position d'une monnaie vis-à-vis de son cours-pivot ECU. L'écart maximal de divergence est le pourcentage maximal par lequel le cours de marché de l'ECU dans chaque monnaie peut s'apprécier ou se déprécier par rapport à son cours-pivot ECU; il est exprimé par ± 100 , le seuil de divergence étant ± 75 . Les données qui ont servi de base à l'établissement de ce graphique sont les cours de l'ECU exprimés en termes de diverses monnaies, cours qui sont toutefois corrigés des effets des fluctuations de la lire italienne et de la livre sterling au-delà de la marge de 2,25% vis-à-vis des autres monnaies participant au SME.

6 décembre 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.

6 décembre 1984