

PROCES-VERBAL \*  
DE LA 192<sup>e</sup> SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS  
DES BANQUES CENTRALES DES ETATS MEMBRES DE LA  
COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE  
TENUE A BALE, LE MARDI 8 JANVIER 1985 A 10 HEURES

---

Sont présents: le Président de la Nederlandsche Bank et Président du Comité, M. Duisenberg, accompagné par MM. Szász, Boot et Brockmeijer; 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 Vice-Président de la Deutsche Bundesbank, M. Schlesinger, accompagné par MM. Rieke et Kloft; 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 Central Bank of Ireland, M. Ó Cofaigh, accompagné par M. Reynolds; le Gouverneur de la Banca d'Italia, M. Ciampi, accompagné par MM. Dini et Maserà; 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. Assistant, en outre, MM. Dalgaard et Raymond, Présidents de groupes d'experts. Le Secrétaire Général du Comité, M. Morelli, et son Adjoint, M. Bascoul, et MM. Scheller et Mortby sont aussi présents, ainsi que MM. Lamfalussy et Dagassan.

I. Approbation du procès-verbal de la 191<sup>e</sup> séance

En raison de la diffusion tardive du projet, l'approbation du procès-verbal de la 191<sup>e</sup> séance du 11 décembre 1984 est reportée à la prochaine séance en février.

---

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

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

- Présentation par M. Dalgaard du rapport concernant l'évolution sur les marchés des changes des pays participant à la concertation au cours du mois de décembre 1984 et des premiers jours de 1985;
- 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 et présente quelques réflexions sur l'ensemble de l'année 1984. Le dollar a continué son mouvement ascensionnel et a atteint soit des records absolus dans des pays comme la France, l'Italie, le Royaume-Uni, la Norvège et la Suède, soit les niveaux les plus élevés depuis dix ans en Allemagne, aux Pays-Bas et en Suisse. Au total, en 1984, le dollar a gagné près de 15% contre la plupart des monnaies de la CEE et encore plus à l'égard de la livre sterling et de la drachme. Ce gain est en moyenne du même ordre de grandeur que celui de 1983 et, depuis 1980, le dollar s'est apprécié de plus de 80% vis-à-vis du deutsche mark et davantage par rapport aux autres monnaies de la CEE. Pour l'ensemble de 1984, les interventions en dollars ont atteint 19 milliards à l'achat et 26 milliards à la vente, soit 7 milliards de ventes nettes. Le deutsche mark a été presque aussi important comme monnaie d'intervention avec, exprimés en dollars, 4,5 milliards à la vente et 11 milliards à l'achat; mais si on ajoute les 8 milliards achetés par la Deutsche Bundesbank contre dollars, les achats nets de deutsche marks se sont élevés à 14,5 milliards. Aucune autre monnaie n'a été utilisée pour des interventions et la Banque Nationale Suisse a été la seule banque centrale participant à la concertation à s'abstenir complètement d'intervenir en 1984.

M. Szász indique que les Suppléants n'ont pas de remarques à présenter sur le rapport concertation et qu'ils en recommandent l'approbation.

Le Président constate que le Comité adopte le rapport qui sera transmis aux Ministres des Finances selon la procédure habituelle.

III. Examen du Rapport spécial sur les taux d'intérêt ajustés, établi par le groupe d'experts présidé par M. Raymond

A. Exposé de M. Raymond

Au cours de discussions antérieures sur les rapports semestriels du groupe, les Gouverneurs ont à plusieurs reprises souhaité recevoir des éclaircissements sur le concept de taux d'intérêt réel. Les experts présentent sur ce sujet une synthèse de caractère pragmatique plutôt qu'une étude analytique fondée sur des travaux très scientifiques et économétriques; ils se sont efforcés de répondre aux trois questions ci-après qui, semble-t-il, préoccupaient les Gouverneurs.

1. De quoi faudrait-il corriger les taux d'intérêt nominaux?

a) L'expression usuelle de "taux d'intérêt réels" vise plus spécialement l'écart entre les taux nominaux et l'inflation. En réalité, chaque agent ayant sa propre interprétation de l'inflation, ce sont les anticipations pour la période à venir qui devraient être retenues.

A défaut d'enquêtes d'opinion ayant une valeur certaine, les anticipations ne peuvent être évaluées que par approximation. On retient souvent la variation des prix sur les 12 mois écoulés, pour des motifs évidents de simplicité, mais cette méthode n'est pas satisfaisante dès lors que le taux d'inflation est instable; elle a d'ailleurs été critiquée ici même par certains Gouverneurs. Annualiser la variation des prix d'une courte période ne rend pas non plus forcément compte de l'inflation sous-jacente.

Le groupe a jugé pouvoir corriger ex post les taux nominaux par la hausse des prix durant les 6 mois qui précèdent et les 6 mois qui suivent le point observé. Il n'en reste pas moins qu'il appartient aux commentateurs, dans chaque circonstance, de nuancer le jugement qui peut être porté sur le niveau effectif des taux d'intérêt réels.

b) Trois autres corrections seraient en théorie nécessaires: la taxation, les commissions bancaires et les régimes privilégiés appliqués dans certains cas par la puissance publique. Les situations sont si complexes dans chaque pays et si diverses d'un pays à l'autre que le groupe

n'a pas été en mesure, surtout dans le temps réduit dont il disposait, d'appliquer un traitement simple pour tenir compte de ces facteurs.

Il n'est cependant pas sans profit de s'en tenir à la correction de l'inflation, ce qui revient à supposer que la fiscalité et les autres facteurs ne changent pas durant la période considérée.

## 2. Les taux ajustés de l'inflation sont-ils significatifs?

Sur ce point les autorités n'ont pas la même attitude dans tous les pays.

a) Une grande prudence et même, semble-t-il, une véritable méfiance règnent à l'égard de l'utilisation par les autorités monétaires des taux réels dans des pays comme l'Allemagne, et apparemment dans d'autres aussi, où sont réunies deux conditions:

- d'une part, les marchés de capitaux fonctionnent librement, de sorte que les taux d'intérêt nominaux et réels sont directement le reflet de l'offre et de la demande de fonds des agents non financiers, surtout dans le compartiment à long terme, où ces taux ne sont pas sous l'emprise immédiate de la banque centrale;
- d'autre part, les anticipations inflationnistes sont relativement stables parce que l'inflation n'a pas beaucoup varié ces dernières années, de sorte que la stratégie de la banque centrale peut s'appliquer exclusivement aux taux nominaux.

Dans ce cas, les taux déflatés à long terme sont considérés comme une information économique parmi d'autres, mais pas comme une variable centrale dans la politique monétaire.

b) Au contraire, les taux déflatés, même à court terme, apparaissent comme un véritable indicateur de la politique monétaire et de son degré de restriction dans les pays où l'inflation, ayant subi d'amples fluctuations et atteint des niveaux élevés, a rendu inopérants tous les raisonnements portant sur les taux nominaux. L'idée que l'épargnant doit recevoir une rémunération réelle et que le coût des emprunts, en intérêts nets d'inflation, est utile à la sélection des bons investissements, est une idée qui s'est développée ces dernières années. Sans avoir à proprement parler un objectif intermédiaire d'intérêt déflaté, la banque centrale a une politique volontariste dans ce domaine.

3. Enfin, que penser du niveau actuel des taux d'intérêt réels?

a) Les taux d'intérêt réels sont considérés actuellement comme un peu trop élevés dans les pays de la Communauté, mais il est peu probable semble-t-il qu'ils doivent baisser rapidement. Leur niveau reflète en effet largement des conditions de base appelées à durer:

- le fléchissement du taux d'épargne des ménages,
- l'ampleur des déficits publics et, par conséquent, le besoin de financement du secteur public,
- la prudence enfin des autorités monétaires, décidées à consolider la désinflation.

b) Dans une certaine mesure, le niveau élevé des taux d'intérêt réels reflète aussi la fermeté du dollar et celle des taux américains. Une détente sur ces fronts pourrait se répercuter en Europe.

c) Il serait, selon le groupe, contre-indiqué de provoquer une baisse forcée des taux d'intérêt réels en Europe, en particulier du point de vue des prix et des taux de change.

d) Enfin, les experts ont cru constater que les taux d'intérêt réels élevés entravent davantage la construction et la formation de stocks que l'investissement. Les entreprises européennes semblent cependant plus sensibles aux taux réels que les firmes américaines, leur situation financière étant en moyenne moins bonne. Si cela est vrai, on doit donc admettre que des taux d'intérêt réels élevés, comme ceux qui existent actuellement, pèsent quelque peu sur le niveau de l'activité.

B. Exposé de M. Szász

Le Rapport spécial sur les taux d'intérêt ajustés a donné lieu à une discussion approfondie des Suppléants. Plusieurs sujets en sont ressortis, que les Gouverneurs pourraient souhaiter reprendre.

1. Le rapport souligne les différences d'opinions existant entre les banques centrales à propos de la signification des taux d'intérêt ajustés. Ces différences, qui sont à relier en partie aux expériences variées en matière d'inflation et à la diversité des structures financières, sont réapparues dans la discussion des Suppléants. Les Gouverneurs pourraient

examiner le rôle des taux d'intérêt ajustés dans la définition de la politique monétaire.

2. Le rapport porte un jugement sur le niveau actuel des taux d'intérêt ajustés; il note que, même si un niveau plus bas pourrait être souhaitable pour soutenir l'activité économique de la CEE, une baisse des taux, sans renoncer aux objectifs de lutte contre l'inflation et de stabilité des taux de change, ne pourrait être possible que si les déséquilibres internes et internationaux sont réduits et si les marchés sont convaincus que les autorités se sont engagées durablement et effectivement dans la voie de la stabilité. Les Suppléants se rallient entièrement à cette opinion; certains ont aussi relevé l'impact du niveau actuel élevé des taux d'intérêt ajustés sur les pays en voie de développement et en particulier sur ceux qui sont lourdement endettés.

3. Enfin, un intérêt a été exprimé à l'égard de trois sujets évoqués dans le rapport, qui pourraient être traités dans des rapports futurs du groupe, mais pas nécessairement des rapports spéciaux:

- Plusieurs Suppléants ont observé que les liaisons internationales entre les taux d'intérêt, et en particulier l'impact des mouvements des taux d'intérêt américains, pourraient être examinées plus étroitement, étant donné leur rôle déterminant dans le niveau des taux d'intérêt ajustés. Une meilleure connaissance de ces liaisons internationales faciliterait l'appréciation de la marge de manoeuvre existante pour "découpler" les taux d'intérêt européens des taux américains.
- Il a été noté que la signification des taux d'intérêt ajustés comme indicateurs monétaires dépend de la possibilité pour les autorités monétaires de contrôler à la fois les taux d'intérêt à court et à long terme. En conséquence, une étude des marchés financiers dans les pays de la CEE pourrait apporter une lumière intéressante sur la signification des taux d'intérêt ajustés dans les pays de la Communauté.
- Enfin, vu que la fiscalité a un impact significatif sur les taux d'intérêt ajustés et, de ce fait, empiète sur la politique monétaire tout en étant hors de contrôle des autorités monétaires, certains Suppléants se demandent si des études supplémentaires,

peut-être par les Services de la Commission, ne pourraient pas être entreprises pour établir des méthodes appropriées pour corriger de la fiscalité les taux d'intérêt nominaux.

### C. Discussion du Comité

M. Schlesinger remercie le groupe d'experts et son président pour le travail accompli; le tour complet des grandes questions a été fait et, si celles-ci n'ont pas reçu de réponses exhaustives, c'est probablement qu'il n'y en a pas au sens statistique strict. En effet, dans un système de marché libéral, le taux d'intérêt réel, c'est-à-dire le revenu réel des détenteurs de créances financières, est la résultante des forces du marché; on ne peut donc pas le réguler ou le prédéterminer. Des mesures de politique économique et monétaire exercent certes une influence sur les taux d'intérêt mais elles n'en maîtrisent pas l'évolution. Les diverses études sur les taux réels que M. Raymond a mentionnées montrent un certain engouement pour un sujet où il n'y a rien de très nouveau. Il est en fait douteux que de nouvelles investigations puissent faire progresser sur le fond du problème, notamment en ce qui concerne une correction pour l'incidence de la fiscalité. Une telle correction est déjà extrêmement difficile dans chaque pays pris séparément et à plus forte raison s'il l'on veut faire des comparaisons internationales. Il semble donc que, si les taux d'intérêt réels doivent rester dans le champ des travaux du "Groupe Raymond", des études supplémentaires, notamment sur les aspects fiscaux, n'apparaissent pas très prometteuses.

M. Camdessus présente deux séries de réflexions sur les taux d'intérêt ajustés comme instrument de la politique monétaire et comme instrument d'analyse.

En tant qu'instrument de la politique monétaire, les taux d'intérêt réels peuvent être ignorés complètement par les pays dont l'inflation est très faible et qui ne sont pas soumis à de grandes turbulences politiques. En revanche, dans les autres pays, comme la France, les taux d'intérêt réels sont un instrument quotidien dans le débat interne de politique économique et pour la conduite de la politique monétaire; il s'en suit que la continuation des travaux sur ce sujet est tout à fait souhaitable. A cet égard, il est particulièrement important, pour la politique monétaire à court terme, de bien connaître les mécanismes internationaux de

transmission des mouvements de taux d'intérêt réels tant au sein du SME que dans le cadre du flottement généralisé des monnaies; une telle connaissance est également utile dans l'effort de découplage des taux américains. En raison de l'influence très inégale et très incertaine des banques centrales sur les taux à long terme, il est surtout important de savoir ce qui se passe à la jonction entre les marchés de l'argent long et de l'argent court ou, en d'autres termes, de connaître les mécanismes de transmission d'un marché à l'autre, mécanismes qui se développent constamment (par exemple taux d'intérêt variables, fonds communs de placement de trésorerie, etc.) souvent en dehors du contrôle des autorités monétaires. Cette question gagnerait aussi à être étudiée par les experts.

En ce qui concerne les taux d'intérêt réels comme instrument d'analyse, le rapport fait ressortir deux phénomènes: la phase actuelle de taux réels historiquement élevés et le transfert de richesses des débiteurs vers les créanciers, caractéristique de telles phases. Les causes du niveau élevé ne sont pas très bien connues, notamment le rôle respectif des deux facteurs probablement principaux, à savoir l'insuffisance des politiques budgétaires et les innovations technologiques qui tendent à accroître les taux de rendement. Les travaux faits à ce sujet à l'ODCE devraient être suivis avec attention. Le transfert de ressources des débiteurs vers les créanciers est bienvenu, par exemple en France, où il pourrait amener un certain rétablissement des comportements d'épargne des ménages après de longues années de spoliation des épargnants au profit des débiteurs. En outre, des taux d'intérêt réels positifs favorisent certainement une meilleure allocation des ressources. En conséquence, ces considérations internes conduisent à ne pas précipiter la baisse des taux d'intérêt réels. Le niveau élevé de ces taux pose en revanche un problème irrésolu au plan international. En effet, le transfert de ressources des pays endettés vers les pays riches, qui s'est développé, risque d'organiser une insolvabilité durable des premiers pays, surtout si l'on considère à la fois les scénarios du FMI pour sortir de la crise de la dette et les craintes que les taux d'intérêts notamment aux Etats-Unis se stabilisent ou même remontent.

M. Lamfalussy s'associe aux félicitations adressées au groupe d'experts dont les travaux sont toujours d'une grande qualité et aux doutes exprimés par M. Schlesinger sur l'utilité de raffiner les différentes



méthodes de correction des taux d'intérêt. Si l'on accepte l'idée que les taux d'intérêt réels sont relativement élevés et posent des problèmes, la recherche la plus utile devrait porter sur les interconnexions internationales. La forte intégration du système financier international, notamment par l'intermédiaire des banques, ne permet plus en effet de raisonner sur le niveau des taux d'intérêt dans le cadre des économies nationales. Certaines études - qui seront publiées prochainement - ont été faites au sein de la BRI sur ces interconnexions; elles font ressortir une liaison surtout des taux d'intérêt à long terme. Le groupe d'experts pourrait rechercher dans quelle mesure le niveau élevé des taux d'intérêt réels tient au dosage relatif des politiques monétaires et budgétaires dans les pays industriels. Le problème des Etats-Unis se reposera alors immédiatement et, sans anticiper les conclusions de l'étude, il est intéressant de noter que, dans ce pays, en dépit de la forte baisse depuis quelques mois des taux d'intérêt à court terme, les taux à long terme n'ont que faiblement fléchi. Une telle situation semble indiquer que la politique monétaire aux Etats-Unis est relativement inopérante dans ses efforts de peser sur les taux à long terme, alors que cette politique, et surtout son changement en liaison avec l'évolution de la conjoncture, est très largement responsable de la baisse des taux à court terme. Il apparaît donc que, sans une action sur le budget aux Etats-Unis, une baisse des taux à long terme dans ce pays, et ailleurs, est peu probable. Le groupe d'experts pourrait utilement examiner ces problèmes.

M. Hoffmeyer appuie les remarques présentées par M. Camdessus; le rapport est excellent et traite d'un sujet qui est important dans un pays comme le Danemark qui n'a pas la stabilité politique et économique de certains de ses voisins. Les taux d'intérêt ajustés ne constituent pas un instrument de politique mais ils jouent un grand rôle dans la politique monétaire dont un des objectifs - qui a été réalisé - est précisément de maintenir des taux réels positifs. L'aspect fiscal est important aux plans interne et international. Au Danemark, les salariés ont été mieux protégés que les entreprises et, si l'évaluation de l'impact de la fiscalité est difficile pour celles-ci, elle est plus facile pour les particuliers, dans le domaine de l'immobilier par exemple. On peut se demander enfin si l'évolution parallèle observée depuis quelques années entre plusieurs pays ne résultent pas davantage de l'effet de mêmes causes que de liaisons internationales.

M. Raymond pense que la discussion du Comité a moins soulevé des questions de fond que des suggestions pour des travaux ultérieurs du groupe. Si les Gouverneurs y ont convenance, le groupe pourrait confectionner un rapport spécial portant sur les mécanismes de marché d'une façon générale. En termes plus précis, l'étude pourrait comporter une analyse de l'évolution récente des marchés des capitaux internes dans les différents pays de la CEE, qui a été marquée notamment par la modification des conditions de transmission entre le court terme et le long terme. Certains éclaircissements pourraient être apportés sur l'aptitude des autorités monétaires à modifier ou non les taux d'intérêt à long terme, sur les relations entre les marchés de capitaux nationaux et le marché international et sur les relations entre les taux d'intérêt internes et les taux de change. Le rapport pourrait s'efforcer de dégager quelques conclusions proches de la politique monétaire sur des questions importantes, telles que: est-il possible d'avoir une action volontariste sur les taux d'intérêt en même temps que des objectifs quantitatifs et en dépit des contraintes du système monétaire européen? En revanche, il s'agirait pratiquement d'un rapport d'une autre nature si l'on voulait inclure une analyse des taux d'intérêt américains ou des considérations sur l'évolution cyclique des taux d'intérêt réels ou leurs influence sur la conjoncture économique. Pour ces questions, il sera intéressant de suivre les travaux de l'OCDE et du FMI.

M. Lamfalussy précise qu'il ne suggérerait pas une étude sur l'évolution et les causes de l'évolution des taux d'intérêt aux Etats-Unis. Mais il serait utile de prendre différentes hypothèses concernant l'évolution des taux américains à court et à long terme et d'essayer de savoir dans quelle mesure les Européens dans leur ensemble conserveraient une marge de liberté.

Le Président note que les Gouverneurs sont largement d'accord sur deux grandes questions: les interconnexions en matière de taux d'intérêt et les marchés des capitaux dans le contexte des taux d'intérêt à court et à long terme. Il existe un consensus pour inviter le "Groupe Raymond" à étudier ces deux questions dans le cadre de leurs futurs rapports sans qu'il s'agisse nécessairement de rapports spéciaux. Le problème de l'impact des différents régimes fiscaux, suscite à la fois un grand intérêt et un grand scepticisme quant aux résultats possibles. Compte tenu des travaux en cours à l'OCDE, il semble souhaitable d'attendre les conclusions de ces

travaux et de ne pas demander pour l'instant d'études spécifiques aux Services de la Commission.

M. Raymond observe que, pour procéder d'une manière approfondie à l'étude particulière des marchés des capitaux que le Comité souhaite, le groupe d'experts devrait pouvoir tenir une réunion supplémentaire en plus de ses réunions normales destinées aux rapports semestriels.

M. Dini se demande si les études envisagées sont très urgentes et si le mandat donné aux experts n'est pas trop vaste. D'autres questions pourraient même être ajoutées telles que la corrélation entre les taux d'intérêt réels négatifs et l'inflation, l'influence de ces taux négatifs dans les années 1970 sur l'inflation et la création de liquidités internationales. Il y a tellement de sujets qu'il conviendrait d'établir un ordre de priorités ou de limiter le champ des études. Il est clair néanmoins qu'en Italie, comme au Danemark, par exemple, les taux d'intérêt réels sont un indicateur de la politique monétaire; ils sont maintenus positifs et sont suivis attentivement.

Le Président hésite à demander des études spéciales et à fixer un ordre de priorité; il suggère que, dans le cours de son travail normal, le groupe d'experts se saisisse des questions qui semblent être au premier plan des préoccupations des Gouverneurs, à savoir la question des interconnexions des taux d'intérêt ainsi que celle de la possibilité, pour les autorités monétaires, de maîtriser les taux d'intérêt aussi bien à long qu'à court terme. C'est dans ce contexte que les marchés des capitaux seraient étudiés.

M. Schlesinger marque son accord avec la synthèse du Président. Les études, notamment sur les marchés financiers, sont nombreuses dans des organisations internationales, par exemple à l'OCDE, et les Gouverneurs sont essentiellement intéressés par les conclusions que l'on peut en tirer pour la politique monétaire. Dans un pays où un agrégat monétaire est l'indicateur de la politique monétaire, les taux d'intérêt réels ne peuvent pas jouer ce rôle. C'est le cas en Allemagne, où les taux d'intérêt réels ont toujours été positifs - entre 3 et 4% - mais cela n'a pas empêché parfois certaines erreurs de politique monétaire.

M. Camdessus marque également son accord avec le résumé du Président; il considère toutefois que, compte tenu de l'importance des questions à étudier, le groupe d'experts devrait être autorisé à tenir une réunion spéciale.

Le Président constate qu'il n'y a pas d'objection à cette suggestion et il remercie M. Raymond et son groupe pour la contribution précieuse qu'ils ont apportée aux discussions des Gouverneurs.

IV. Echange de vues sur le programme de travail du Comité des Gouverneurs pour 1985

M. Szász indique que les Suppléants ont discuté un schéma de programme de travail du Comité pour 1985 dont un exemplaire a été remis aux Gouverneurs (voir Annexe II). En ce qui concerne le point 6 de ce schéma "Discussions monétaires internationales", plusieurs Suppléants ont exprimé le souhait que le Comité des Gouverneurs procède à un échange de vues informel, dans le cadre de sa compétence, sur les questions qui portent sur l'amélioration du système monétaire international, et que l'échange de vues puisse avoir lieu avant la réunion du Groupe des Dix prévue pour juin ou juillet 1985. En outre, sous ce point, le Comité des Gouverneurs pourrait préparer, comme d'habitude, les réunions internationales et du FMI de septembre.

A propos du renforcement du SME (point 2a) du programme de travail), le Président indique qu'il envisage de prendre contact, au cours des semaines prochaines, avec certains Gouverneurs pour essayer de trouver un ensemble de mesures équilibré et acceptable par tous. La reprise du sujet au sein du Comité pourrait ne pas avoir lieu dès le mois de février, mais la séance de mars sera la dernière occasion, car il est de l'intérêt des Gouverneurs de conclure et de s'entendre sur un "paquet" avant la réunion informelle des Ministres des Finances et des Gouverneurs des 13 et 14 avril 1985 à Palerme.

M. Camdessus partage tout à fait le sentiment du Président en ce qui concerne la nécessité de réussir la prochaine discussion sur le renforcement du SME. Dans cet esprit, et pour disposer de quelque délai avant de rouvrir ce dossier, il serait peut-être utile de renverser l'ordre des points 2a) et 3 du programme de travail, c'est-à-dire que l'évolution du dollar et ses implications pour le SME seraient traitées en février et le SME en mars.

En réponse aux interrogations du Président sur les possibilités d'une préparation, d'ici février, de la discussion relative au dollar,

M. Lamfalussy se déclare prêt à participer à une telle discussion tant au Comité des Suppléants qu'au Comité des Gouverneurs mais, en raison d'une mission à l'étranger, il n'aura pas le temps de préparer un texte écrit qui d'ailleurs n'est peut-être pas nécessaire.

M. Szász voit quelques difficultés pratiques, étant donné que les Suppléants ne se rencontreront pas avant les réunions de février. Toutefois, lors de leur séance du lundi 11 février, les Suppléants peuvent préparer quelques réflexions en s'appuyant notamment sur le rapport du groupe de la concertation.

Le Président considère que, en février, les Suppléants pourraient effectivement se pencher plus particulièrement sur l'évolution du dollar et ses implications pour le SME en prenant en considération le rapport des experts et les réflexions de M. Lamfalussy. Certaines idées pourraient ainsi être présentées, dès le mardi 12 février, aux Gouverneurs et pourraient être discutées dans la perspective du débat sur le renforcement du SME qui devra avoir lieu au plus tard en mars.

V. Autres questions relevant de la compétence du Comité:

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

Le Président rappelle que les Gouverneurs ont évoqué en décembre 1984 la demande officieuse de ce "Comité Dooge" d'entendre le Président du Comité des Gouverneurs. Cette démarche a été discutée par les collègues de la Central Bank of Ireland, et M. Szász pourrait informer le Comité du résultat de ces contacts.

M. Szász indique que MM. Breen et Reynolds ont, en effet, rencontré le secrétaire du "Comité Dooge" et que le Président Dooge est décidé à recommander à son comité d'abandonner l'idée d'inviter le Président du Comité des Gouverneurs à l'une de ses réunions. Le Président du Comité monétaire serait donc le seul à être entendu par le Comité Dooge avant la fin du mois de mars, date à laquelle ce comité devrait terminer ses travaux.

M. Kees indique qu'en préparant avec le Président du Comité monétaire la rencontre qu'il aura avec le Comité Dooge, trois points essentiels sont apparus:

- Le Comité monétaire n'est pas subordonné au Comité Dooge et ne se soumettra pas à un questionnaire.
- Le Président du Comité monétaire, M. Tietmeyer, estime que cette rencontre avec le Comité Dooge est une excellente occasion pour redresser l'optique et pour éviter que des idées erronées, en matière monétaire, ne viennent se glisser dans les esprits du Conseil européen et ne viennent susciter des espoirs et des anticipations dans un secteur qui, par comparaison à d'autres, fonctionne bien.
- Le mandat du Comité Dooge est de rendre plus opérationnelles les institutions et les procédures communautaires. Dans le domaine monétaire, il existe une double compétence: celle du Comité des Gouverneurs et celle du Comité monétaire; il est donc normal que ces derniers s'expriment sur les sujets monétaires et éventuellement modèrent les ardeurs excessives. Le Comité monétaire entend informer le Comité des Gouverneurs de la rencontre avec le groupe présidé par M. Dooge et les deux Comités pourraient éventuellement plus tard souhaiter avoir une réaction concertée.

Le Président prend note des indications fournies par M. Kees et estime que, pour l'instant, il apparaît peu probable que le Comité Dooge demande à entendre le Président du Comité des Gouverneurs.

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

Le Président rappelle que la prochaine séance du Comité aura lieu à Bâle le mardi 12 février 1985 à 10 heures; il ajoute les quelques informations ci-après sur la séance d'avril. Les Gouverneurs participeront les samedi et dimanche 13 et 14 avril 1985 à Palerme à une réunion informelle avec les Ministres des Finances des pays de la CEE. Un avion spécial, soit celui du Ministre néerlandais, soit arrangé par les Services de la BRI, assurerait le voyage Palerme-Bâle le dimanche après-midi. Etant donné que la plupart des Gouverneurs devront être à Washington le mercredi matin 17 avril pour la réunion du Groupe des Dix, et devront de ce fait quitter Bâle le mardi matin 16 avril, le Président propose que le Comité se réunisse le lundi 15 avril à 11 heures. Une séance un peu plus courte que d'habitude

devrait suffire puisque les Gouverneurs se seront vus pendant tout le week-end. Cette proposition, à laquelle les Gouverneurs sont invités à réfléchir, sera confirmée plus tard.

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

---

DECEMBRE 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 décembre 1984 et les premiers jours de janvier 1985.

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

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

- le dollar EU a continué à se raffermir légèrement, en particulier au cours de la seconde quinzaine du mois;
- le calme s'est maintenu au sein du SME;
- la livre sterling s'est affaiblie.

Le dollar EU s'est raffermi de 1 à 2% dans un marché étroit et a clôturé le mois aux niveaux records ou presque enregistrés en cours d'année par rapport à la plupart des monnaies. Il a été conforté par l'opinion de plus en plus répandue selon laquelle la reprise de l'activité économique, l'incertitude croissante quant à l'impact de cette reprise sur les taux

---

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



d'intérêt américains et la baisse du niveau de l'inflation aux Etats-Unis allaient renforcer le dollar au début de l'année. La réduction de 0,5% à 8%, avec effet au 24 décembre 1984, du taux d'escompte de la Réserve Fédérale avait été largement anticipée et n'a guère affecté les taux de change.

La largeur de la bande étroite du SME s'est légèrement accrue, tout en restant nettement en deçà du maximum autorisé. Dans la partie inférieure de la bande, le franc belge a réussi à améliorer encore un peu sa position et a rejoint le florin néerlandais, le deutsche mark et le franc français, qui ont continué d'être cotés très près les uns des autres.

Le deutsche mark a poursuivi son repli tant à l'égard du dollar EU qu'envers la plupart des monnaies du SME. L'affaiblissement vis-à-vis du dollar vers la fin de l'année a reflété surtout le regain d'optimisme quant à la croissance économique aux Etats-Unis et l'impact possible de celle-ci sur l'évolution des taux d'intérêt en dollar. Le raffermissement relativement prononcé du dollar à l'égard du deutsche mark s'est traduit par un nouveau recul de ce dernier au sein du SME, en dépit de ventes de dollars de la Bundesbank et d'achats de deutsche marks à l'intérieur des marges par les autres membres du SME.

Le franc français a maintenu sa position au sein du mécanisme de change européen. Pendant la quasi-totalité du mois, les opérations en devises de la clientèle française sont demeurées bien équilibrées et les non-résidents ont conservé une attitude favorable à l'égard du franc. A l'approche de l'échéance mensuelle, la monnaie française a été particulièrement demandée tant par les résidents au titre de leurs transactions commerciales que par les non-résidents.

Le franc belge s'est raffermi progressivement. Durant la seconde quinzaine de décembre, il a quitté la dernière place de la bande communautaire, et ce pour la première fois depuis août 1983.

Le florin néerlandais a continué de se replier au sein du SME, rétrogradant à la dernière place au cours du mois. Cette évolution s'explique principalement par l'écart de taux d'intérêt fortement négatif entre le florin et la plupart des autres monnaies du SME, qui l'emporte, dans les circonstances présentes, sur l'influence de l'important excédent de la balance néerlandaise des paiements et du taux d'inflation relativement faible.

La couronne danoise est demeurée stable au sommet de la bande étroite en liaison avec la continuation d'entrées de capitaux privés qui ont été toutefois plus modestes que durant les mois précédents.

La livre irlandaise est restée ferme au sein de la bande étroite en décembre. La Central Bank of Ireland a porté le taux de ses avances à court terme de 13,5 à 14% le 3 décembre.

La lire italienne s'est située presque constamment au sommet de la bande du SME, ne fluctuant que légèrement vis-à-vis des autres monnaies européennes. La Banca d'Italia est intervenue principalement pendant la première quinzaine du mois en achetant des deutsche marks et, dans une moindre mesure, des dollars.

La livre sterling s'est ressentie de la faiblesse des prix du pétrole et de l'incertitude qui en est résultée quant au maintien de la structure des prix de l'OPEP. Vers la fin du mois, dans un marché étroit, on a enregistré quelques ventes commerciales massives de sorte que le cours de la livre par rapport au dollar, ainsi que son indice pondéré, qui a perdu 2 points et demi - descendant à 73,0 - ont atteint des minimums records.

La drachme grecque s'est dépréciée de 1,5% vis-à-vis du dollar EU, mais a gagné 0,3% à l'égard de l'Ecu. En termes effectifs, la drachme a fléchi de 0,3%.

Le dernier jour de l'année, le franc suisse a atteint son niveau le plus bas par rapport au dollar depuis février 1976, mais en décembre il est demeuré stable à l'égard des monnaies du SME.

La couronne norvégienne n'a guère subi de variations en termes effectifs. Son repli par rapport au dollar - qui a atteint un maximum historique à la fin du mois - a été compensé par un raffermissement vis-à-vis de la livre sterling.

Du fait surtout de la fermeté du dollar, la couronne suédoise s'est dépréciée en termes effectifs. Son indice s'est relevé de 130,4 à 131,4.

Le dollar canadien n'a guère varié dans l'ensemble en décembre par rapport au dollar EU, mais il a continué de s'apprécier vis-à-vis des principales autres grandes monnaies. Il s'est raffermi en début de mois, sous

l'effet d'importantes ventes de devises de la part des exportateurs, pour s'affaiblir ensuite à cause d'achats de dollars EU liés à une prise de participation canadienne dans le secteur de l'énergie. Le dollar canadien a bénéficié de la persistance d'écarts de taux d'intérêt favorables et de l'opinion assez positive du marché à son égard.

Le yen japonais a fléchi de 1,7% en décembre par rapport au dollar EU, pour clore l'année à son niveau le plus bas depuis novembre 1982. Cette évolution a été due à une nouvelle augmentation des placements des résidents en valeurs étrangères, en raison du gros écart des taux d'intérêt à long terme et des perspectives de poursuite de la hausse des cours des obligations en dollars EU. L'importance des prises de bénéfices des investisseurs étrangers à la bourse des valeurs de Tokyo a également contribué à ce fléchissement.

## II. INTERVENTIONS

### A. Interventions en dollars EU

En décembre, les ventes nettes de dollars des banques centrales ont atteint \$EU 0,4 milliard, contre des achats nets de même montant en novembre. Le chiffre net de décembre se décompose en \$EU 1,3 milliard de ventes brutes et \$EU 0,9 milliard d'achats bruts. La Deutsche Bundesbank a été le plus gros vendeur, la Bank of England et la Norges Bank les principaux acheteurs nets de dollars.

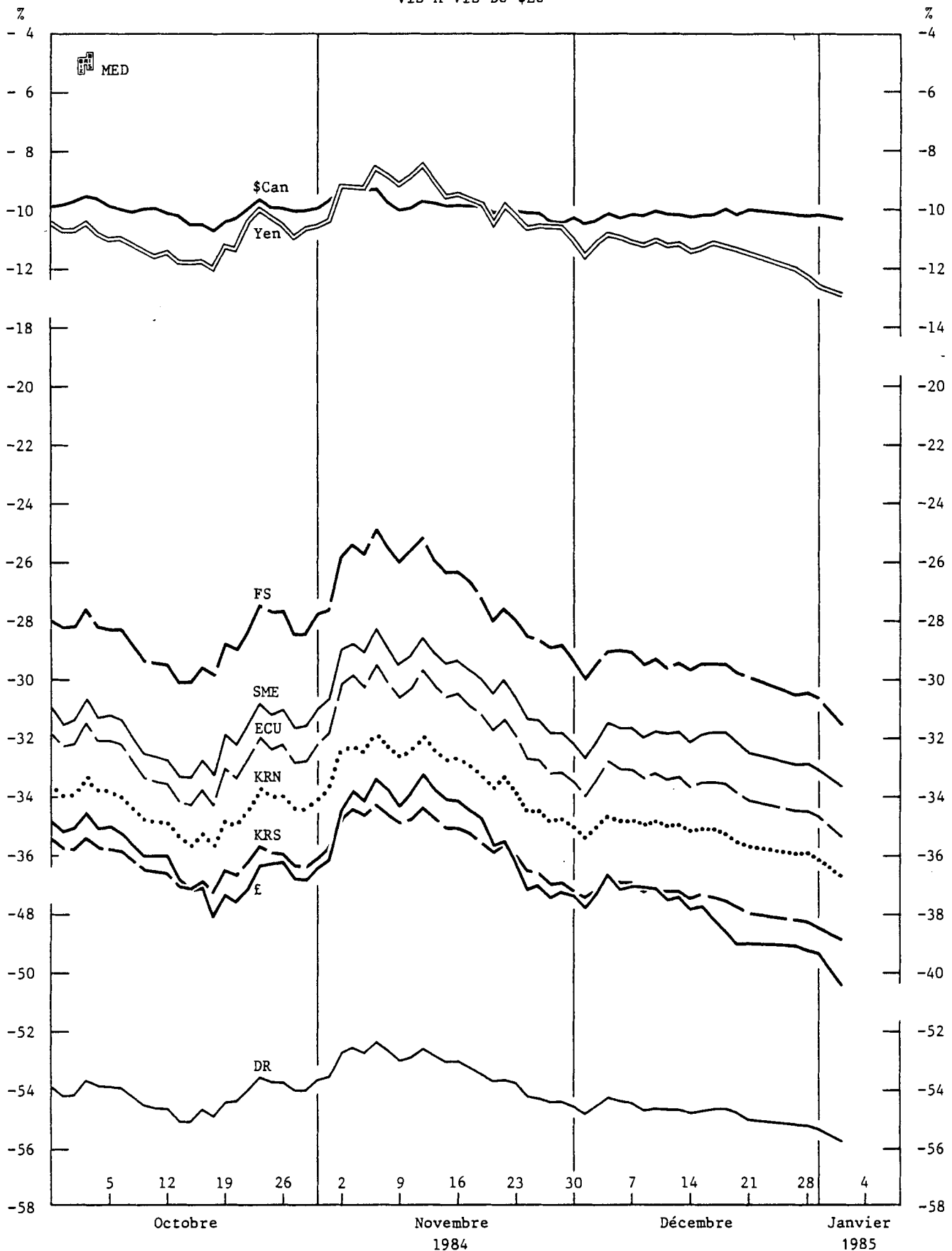
### B. Interventions en monnaies communautaires

Les interventions en monnaies communautaires se sont élevées en décembre à l'équivalent de \$EU 0,7 milliard, chiffre identique à celui de novembre. Ces interventions ont consisté en achats, à l'intérieur des marges, de deutsche marks, effectués principalement par la Banque de France et la Banca d'Italia.

III. PREMIERS JOURS DE JANVIER

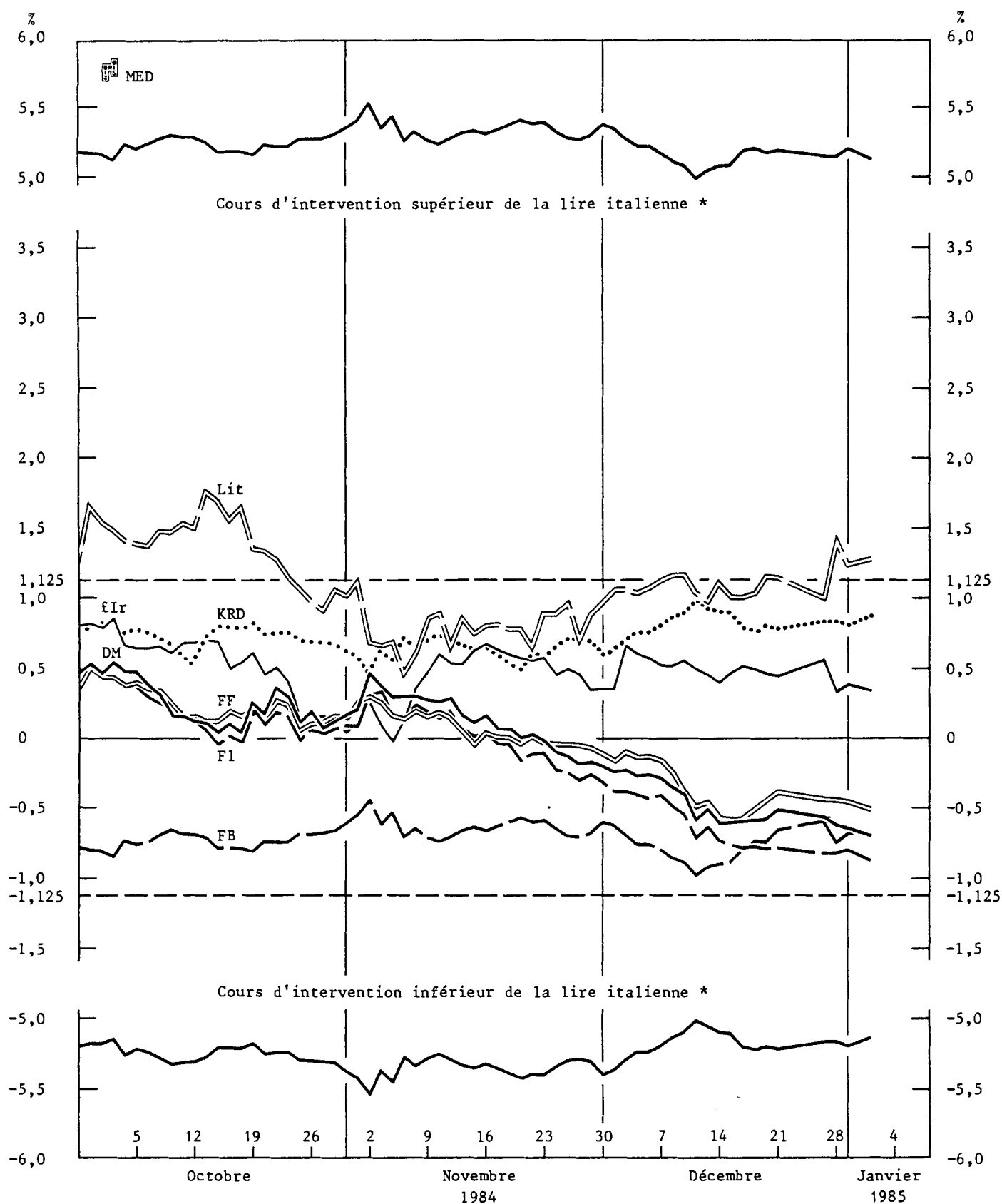
Le dollar EU a gardé une tendance ferme durant les trois premiers jours ouvrables de la nouvelle année. En revanche, le franc suisse et, dans une moindre mesure, la livre sterling ont perdu du terrain par rapport aux monnaies du SME. Au sein de ce dernier, aucune évolution majeure ne s'est produite. Avec effet au 4 janvier, la Banca d'Italia a abaissé son taux officiel d'escompte et d'avances de 1% à 15 1/2%, et la Banque de France a réduit son taux d'intervention de 1/4 de point de pourcentage, le ramenant à 10 1/2%.

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.

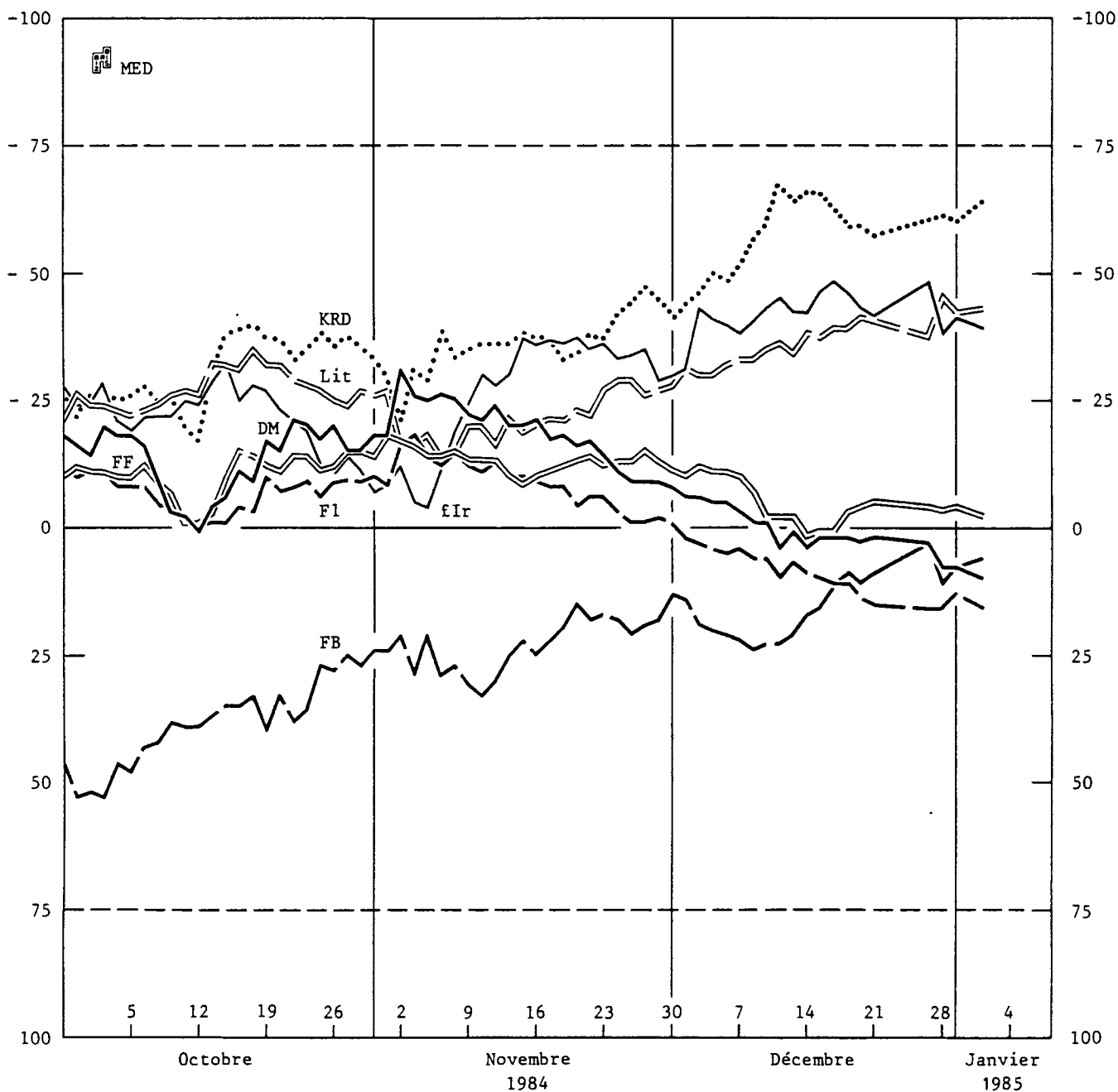
MOUVEMENTS A L'INTERIEUR DE LA GRILLE DE PARITES DU SME  
 CALCULES SUR LA BASE DES COURS OFFICIELS DE L'ECU DANS LES  
 DIFFERENTES MONNAIES PARTICIPANTES



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

3 janvier 1985

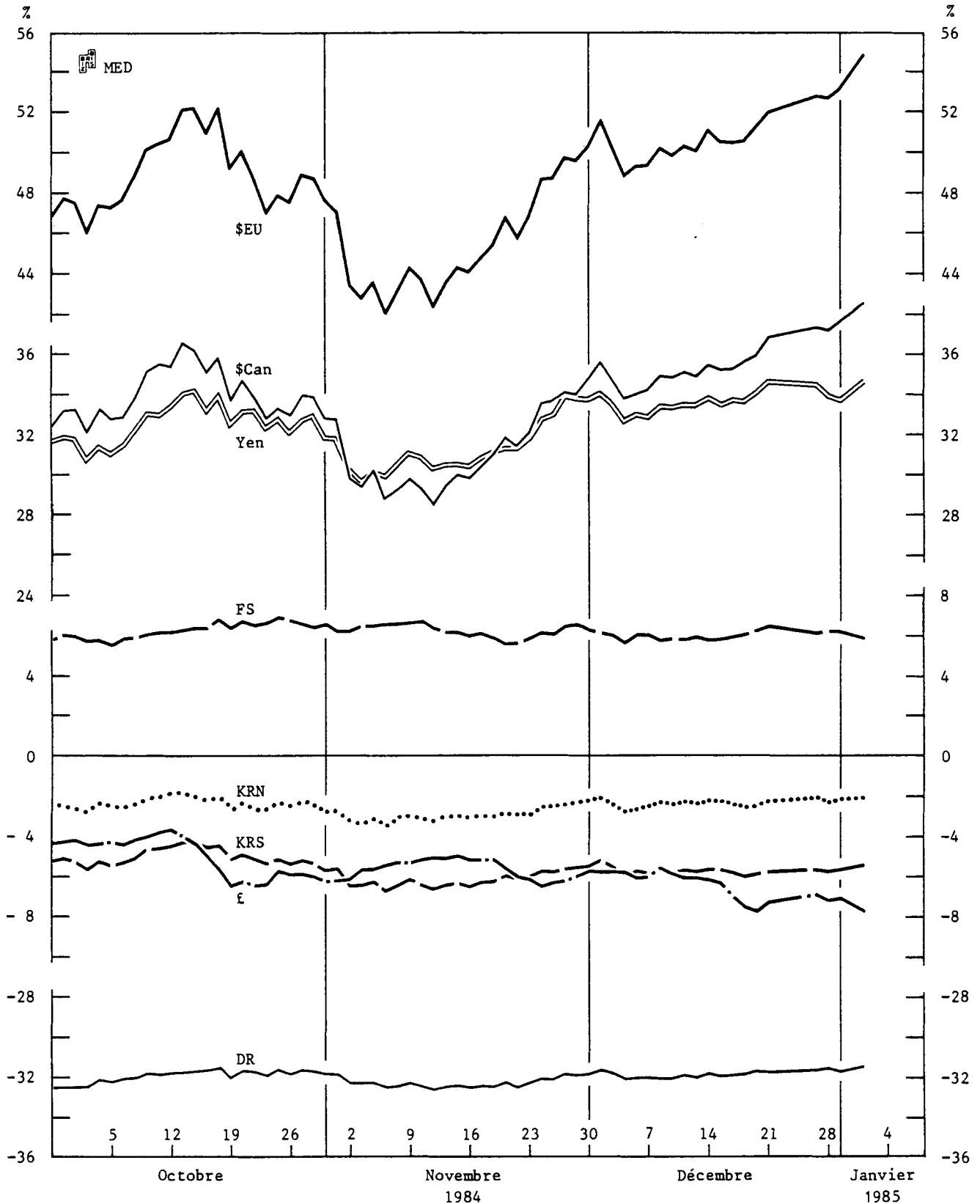
## EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE \*



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

3 janvier 1985

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.



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

7 janvier 1985

-----  
Comité des Suppléants

## SCHEMA DE PROGRAMME DE TRAVAIL POUR LE COMITE DES GOUVERNEURS POUR 1985

Le tableau ci-après pourrait être utilisé pour l'échange de vues  
sur le programme de travail du Comité pour 1985

Sujets à considérer	Date pour l'examen par le Comité	Travail préparatoire à faire par:
1. Méthodes de calcul et signification des taux d'intérêt ajustés dans les pays membres de la CEE	Janvier	Groupe Raymond* (Rapport spécial)
2. Système monétaire européen:		
a) Renforcement	Février et probablement mois suivants	Comité des Suppléants (Groupe Dalgard)
b) Perspectives à long terme	Après la mise en oeuvre du renforcement	Comité des Suppléants
3. Evolution du dollar et implications pour le SME	Probablement mars	Comité des Suppléants Professeur Lamfalussy
4. Politiques monétaires dans les pays membres de la CEE	Mai et Décembre	Groupe Raymond (rapports semestriels)
5. Evolution et financement des dépenses publiques	Juillet	Groupe Raymond (Suivi des rapports spéciaux d'oct. 81 + juin 82)(1)
6. Discussions monétaires interna- tionales(2)	Février ou Mars	Comité des Suppléants
7. Autres questions, en particulier: Amélioration des réseaux télé- phoniques de concertation	Printemps-Eté	Comité des Suppléants Groupe technique ad hoc

\* Ce rapport, daté du 30 novembre 1984, a déjà été diffusé.

- 1) Ce suivi se présente sous la forme d'une brève note accompagnée de données mises à jour, préparées par le Secrétariat en collaboration avec M. Raymond et les experts.  
2) Le Comité pourrait aussi avoir un échange de vues sur ce sujet avant les réunions du Groupe des Dix en juin/juillet 1985 et du Fonds Monétaire International en septembre.