

PROCES-VERBAL *
DE LA 193e SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS
DES BANQUES CENTRALES DES ETATS MEMBRES DE LA
COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE
TENUE A BALE, LE MARDI 12 FEVRIER 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 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 Central Bank of Ireland, M. Ó Cofaigh, accompagné par M. Breen; le Gouverneur de la Banca d'Italia, M. Ciampi, accompagné par MM. Dini et Masera; le Gouverneur de la Bank of England, M. Leigh-Pemberton, accompagné par MM. Loehnis et Balfour; M. Matthes, Directeur Général Adjoint des Affaires économiques et financières de la Commission des Communautés européennes, accompagné par M. Mingasson; le Secrétaire du Comité monétaire, M. Kees; le Directeur Général de l'Institut monétaire luxembourgeois, M. Jaans. 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 des procès-verbaux de la 191e et de la 192e séance

Sous réserve de quelques amendements de caractère rédactionnel qui seront insérés dans le texte définitif, le Comité approuve à l'unanimité les procès-verbaux de la 191e séance (11 décembre 1984) et de la 192e séance (8 janvier 1985).

* Texte définitif, approuvé lors de la séance du 12 mars 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 janvier 1985 et des premiers jours de février 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 attire l'attention des Gouverneurs sur la diversification des interventions qui s'est produite en janvier. En effet, vu la force du dollar, les banques centrales du SME qui ont fait des interventions intramarginales se sont tournées vers le deutsche mark. Toutefois, la Deutsche Bundesbank ayant limité, en certaines occasions, les montants d'achats possibles de sa monnaie, les banques centrales du SME sont intervenues en florins, en francs suisses, en yens et en Ecus privés. Dans la plupart des cas, ces interventions ont représenté des nouveautés et elles ont totalisé 700 millions de dollars en janvier, soit près de la moitié du montant des achats de deutsche marks.

M. Szász indique que les Suppléants recommandent l'adoption du rapport "concertation" par le Comité.

Le Président constate que le Comité adopte le rapport qui sera transmis aux Ministres des Finances selon la procédure habituelle. Il attire l'attention des Gouverneurs sur les liens étroits qui existent entre plusieurs points de l'ordre du jour, notamment les points II, III et même IV.

III. Echange de vues sur l'évolution du dollar et ses implications pour le SME

M. Szász présente les éléments essentiels de la discussion des Suppléants sur la hausse du dollar et ses répercussions pour le SME. Dans l'ensemble, le niveau actuel du dollar est considéré peu satisfaisant, difficilement tenable à longue échéance et appelé à se renverser plus ou moins rapidement. En attendant, le cours élevé du dollar peut conduire à des erreurs d'investissement et à des distorsions dans les courants d'échange. En l'absence de remèdes fondamentaux - ceux-ci semblent peu probables étant

donné que le déficit budgétaire américain ne va guère être modifié - les possibilités pour les pays européens de freiner la hausse du dollar apparaissent limitées. Les interventions coordonnées (ou lâchement coordonnées) ont particulièrement retenu l'attention des Suppléants qui ont relevé à leur égard deux facteurs limitatifs. En premier lieu, l'attitude des Etats-Unis motivée par des doutes à propos de l'efficacité des interventions et aussi par la crainte que celles-ci soient trop efficaces et fassent chuter le cours de change du dollar. En second lieu, les interventions stérilisées ont en général une efficacité limitée, tandis que les interventions non stérilisées ont des répercussions indésirables sur la politique monétaire interne. Les vues diffèrent quelque peu sur l'utilité des interventions coordonnées. Certains Suppléants estiment que, faute de pouvoir éliminer les facteurs limitatifs, les interventions ne peuvent pas avoir d'effet; d'autres considèrent qu'elles ont un certain effet. En tout état de cause, la question de la crédibilité des banques centrales ne doit pas être oubliée.

En ce qui concerne les politiques de taux d'intérêt, aucune banque centrale de la CEE ne souhaite relever les taux d'intérêt pour freiner la hausse du dollar.

Enfin, les Suppléants ont abordé la question des interventions intramarginales en monnaies du SME, déjà évoquée par M. Dalgaard, et plus précisément le fait que les banques centrales dont la monnaie est utilisée en remplacement du dollar, ne sont pas toujours disposées à donner l'accord pour l'achat de leur monnaie.

M. Lamfalussy présente les remarques résumées ci-après. Une première façon d'aborder la question du dollar est de se demander ce qu'on peut faire pour empêcher sa montée ou quels sont les problèmes pratiques que celle-ci fait naître actuellement. Les Suppléants se sont penchés sur ces questions et M. Szász en a rendu compte. Une autre façon est de se demander comment les pays européens devraient se préparer pour pouvoir affronter l'hypothèse - dont l'échéance est incertaine - d'une baisse du dollar. Cette question peut être abordée de deux manières différentes:

- soit, on se concentre sur l'effet potentiellement perturbateur du reflux du dollar en termes de mouvements de capitaux, et on songe alors au renforcement du deutsche mark et aux tensions possibles au sein du SME avec, comme action, par exemple un élargissement des

marges de fluctuation ou une utilisation des réserves accumulées en deutsche marks;

- soit, on examine la question de base, à savoir le problème sous-jacent des taux de change - l'évolution des cours de change réels, c'est-à-dire des positions compétitives - pour laquelle des éléments de réponse sont présentés ci-après en s'appuyant sur les graphiques et le tableau qui ont été distribués aux Gouverneurs et qui sont annexés au procès-verbal.

La question à examiner dans cette optique peut se résumer de la manière suivante. L'évolution des cours de change réels durant les deux ou trois dernières années suggère-t-elle que des problèmes de taux de change intra-SME pourraient se poser dans l'hypothèse d'une baisse du dollar? Ou, en d'autres termes, existe-t-il des écarts majeurs par rapport à la parité du pouvoir d'achat dès à présent, écarts qui seraient provisoirement masqués par la force du dollar? Une baisse de celui-ci entraînerait évidemment une appréciation du taux de change réel des pays membres du SME, ce qui pourrait éventuellement imposer une modification des parités intra-SME dans le but de préserver la position compétitive globale de l'un ou l'autre pays. Sans être d'actualité aujourd'hui, une telle question est à prendre en compte pour la politique à plus long terme.

L'appréciation à porter sur des cours de change réels pose des difficultés techniques et des difficultés d'interprétation. Les premières sont de deux ordres:

- d'une part, le choix des indices d'inflation pour passer des taux de change nominaux aux taux de change réels (les graphiques sont construits sur la méthode la plus simple des prix à la consommation; les indices du coût unitaire du travail, probablement plus intéressants, qui sont utilisés dans le tableau mais qui ne sont disponibles qu'avec un certain retard, font apparaître des résultats parfois similaires, parfois différents);
- d'autre part, le choix du point de départ; celui qui est repris dans les graphiques est le début du SME sans que cela signifie qu'à cette époque les taux de change étaient nécessairement équilibrés.

Les difficultés d'interprétation analytique ou économique sont beaucoup plus importantes; il s'agit en effet de savoir quelle courbe de change il faut examiner, des taux de change bilatéraux intra-SME ou l'indice

du cours de change effectif multilatéral . Les deux concepts sont présentés dans les graphiques, pour chacun des pays de la CEE: le taux de change bilatéral vis-à-vis du deutsche mark et le taux de change effectif multilatéral avec le système de pondération élaboré par le FMI.

En gardant dans l'interprétation une prudence imposée par les différentes difficultés exposées, les graphiques par pays peuvent donner lieu aux commentaires ci-après:

Belgique

Les premières courbes sur le taux de change bilatéral vis-à-vis du deutsche mark font ressortir une amélioration très notable et brusque de la position compétitive du franc belge par rapport au deutsche mark au début de 1982, en liaison avec l'ajustement et une légère érosion de cette position depuis le début de 1984. Par rapport au point de départ, l'avantage compétitif reste de l'ordre de 10% et il serait plus important sur la base du coût unitaire du travail (voir le tableau en annexe). Sur le plan multilatéral, et par rapport au point de départ, le gain de position compétitive de la Belgique est encore plus fort; il a commencé au début des années 1980 et s'est poursuivi sous l'effet de la dévaluation du franc belge et, ensuite, de la hausse du dollar et, à un degré moindre, de celle du yen et peut-être du dollar canadien. Il semble donc qu'une dépréciation du dollar, même relativement importante et même accompagnée d'un mouvement parallèle du yen et du dollar canadien, ne devrait pas vraiment causer de problèmes majeurs pour le taux de change du franc belge. Si l'on met de côté, par hypothèse, les mouvements de capitaux qui pourraient ne pas se conformer à cette analyse, la Belgique semble posséder une marge de manoeuvre relativement importante dans l'hypothèse d'un affaiblissement du dollar.

Danemark

La situation de ce pays est un petit peu différente de celle de la Belgique mais pas fondamentalement: sur une base multilatérale le Danemark a acquis un gain compétitif spectaculaire tandis que vis-à-vis du deutsche mark le gain est relativement faible.

France

Par rapport au deutsche mark, le franc français a subi au début de la période couverte une détérioration très nette de la position compétitive. Cette détérioration a été renversée sous l'effet des trois réalignements. Ensuite, depuis le printemps de 1983, elle s'est à nouveau progressivement

développée étant donné le maintien d'un différentiel d'inflation relativement important. La situation actuelle demeure toutefois meilleure qu'en 1981. En revanche, le gain de compétitivité de la France a été substantiel en terme multilatéral, et ce gain a été préservé jusqu'à présent. Ce pays semble donc disposer d'une certaine marge de manoeuvre dans l'hypothèse d'un retournement du dollar.

Irlande

Le rôle du deutsche mark vis-à-vis de la livre irlandaise étant beaucoup moins important que pour les autres pays de la CEE, il faudrait y substituer la livre sterling mais une telle substitution n'a pas été effectuée afin de conserver l'unité de la présentation des graphiques.

Italie

Il s'agit d'un cas assez différent de ceux des autres pays. Depuis le début du SME on observe une détérioration notable de la position compétitive italienne vis-à-vis de l'Allemagne, en dépit de la dépréciation nominale du cours de la lire et en raison des différences de taux d'inflation. L'enseignement est comparable si l'on prend le coût unitaire du travail. Au plan multilatéral, la différence par rapport aux autres pays de la CEE est sensible étant donné que contrairement aux gains de compétitivité enregistrés par ceux-ci, l'Italie a un taux de change réel effectif qui est resté relativement stable. En conclusion, la situation actuelle ne semble pas déséquilibrée sous l'angle multilatéral mais dans l'hypothèse d'une dépréciation du dollar et éventuellement d'autres monnaies, vis-à-vis de la lire, des problèmes pourraient se poser pour l'Italie.

Pays-Bas

La situation est statistiquement assez comparable à celle du Danemark: une très grande stabilité du taux de change réel vis-à-vis du deutsche mark et un gain de compétitivité en terme multilatéral, d'où une marge de manoeuvre relativement confortable.

Royaume-Uni

Le Royaume-Uni n'étant pas soumis aux contraintes du mécanisme de change du SME, les commentaires n'ont pas la même signification que pour les autres pays. Il est néanmoins intéressant d'observer que la livre sterling a enregistré une forte appréciation réelle vis-à-vis du deutsche mark qui n'a pas été résorbée en dépit de la baisse récente de son cours. En revanche, sur une base multilatérale l'appréciation accumulée en 1980-1981 a été plus qu'annulée par l'évolution depuis 1983.

Les derniers graphiques présentent, pour mémoire, l'évolution opposée du taux de change réel effectif pour l'Allemagne et les Etats-Unis.

Le Président remercie M. Lamfalussy pour sa contribution intéressante; il invite M. Pöhl, Président des Gouverneurs du Groupe des Dix, qui était aussi à la réunion de Washington du Groupe des Cinq, à dire quelques mots sur cette réunion.

M. Pöhl indique qu'à la réunion de Washington, les Cinq n'ont pas décidé de fixer des "trigger points" ou des zones cibles mais ont simplement marqué leur accord pour qu'à l'avenir les interventions sur le marché des changes soient utilisées plus souvent, avec plus de force et d'une manière mieux coordonnée. Une telle déclaration constitue un certain progrès et, même si l'attitude américaine dans les semaines qui ont suivi la réunion ne dénote pas un véritable revirement, il ne faut pas tout à fait abandonner l'espoir que les Etats-Unis participent plus activement à l'avenir à des interventions coordonnées.

En ce qui concerne la hausse du dollar, les autorités américaines estiment toujours qu'elle entraîne surtout des problèmes pour les Européens; il semble toutefois qu'un processus de remise en question de cette thèse s'amorce. Ainsi, l'idée d'accumuler pendant plusieurs années successives des déficits budgétaires de centaines de milliards de dollars préoccupe de plus en plus d'esprits aux Etats-Unis. On voit mal comment ce pays pourrait soit se désendetter grâce à de très gros excédents commerciaux qui supposeraient des renversements énormes et dommageables pour l'économie mondiale, soit continuer à s'endetter de plus en plus.

Les répercussions de la forte hausse du dollar sur les pays européens ne doivent pas être dramatisées et un dollar vigoureux demeure préférable à un dollar faible qui avait entraîné de sérieuses difficultés à la fin des années 1970. Malgré l'ascension du dollar, le taux d'inflation a continué de baisser dans la plupart des pays européens; d'autres facteurs, tels que la baisse du prix du pétrole et des matières premières et la discipline en matière de coûts et de salaires ont compensé le renchérissement des importations libellées en dollars. Si une dynamique inflationniste, provoquée par le dollar, n'est pas à craindre dans l'immédiat, le danger existe déjà pour les taux d'intérêt. Une tendance à la hausse se développe dans plusieurs pays quelles que soient les initiatives prises par les banques

centrales. En République fédérale, les taux à long terme ont augmenté récemment de un demi-point, hausse qui a représenté une réaction au phénomène dollar. En revanche, le relèvement du taux lombard visait à apporter plus de souplesse au fonctionnement du marché monétaire. En effet, la situation allemande actuellement est très différente de celle de 1981 où une action énergique avait été entreprise. A présent, les excédents en compte courant sont importants et il ne serait pas bon, par exemple en freinant la demande interne, qu'ils redeviennent énormes comme dans les années 1970. En outre, les chances d'une reprise qui est maintenant bien lancée sont à préserver; les investissements sont particulièrement en progrès, notamment dans les secteurs qui exportent dont les bénéfices sont élevés, et il ne faut pas mettre en péril ce mouvement très favorable.

En ce qui concerne les interventions sur le marché des changes, leur coordination dans le passé n'a pas donné de très bons résultats. Par exemple, la Deutsche Bundesbank a vendu en 1984 des dollars pour un montant appréciable, environ 7,6 milliards, tandis que d'autres banques centrales européennes, essentiellement celle de Norvège et en partie aussi celles de Suède et d'Angleterre, achetaient à peu près la même quantité. Même si la Deutsche Bundesbank a parfois vendu des dollars pour d'autres motifs que freiner sa hausse, on peut regretter que l'action de différentes banques centrales finit par s'annuler et on peut se demander pourquoi la Norges Bank achète autant de dollars alors que celui-ci est si fort et que d'autres en vendent. La "Fédérale" est intervenue pour des montants assez symboliques et elle ne semble pas s'engager dans une politique raisonnable de constitution de réserves en d'autres monnaies. Or, si l'hypothèse d'une baisse du dollar évoquée par M. Lamfalussy devait se produire - et cela devrait arriver tôt ou tard - les Etats-Unis n'auront pas de volant de manoeuvre et risquent de se retrouver dans la situation des années 1970 où ils n'ont pu intervenir que grâce au réseau de swaps et en s'endettant en deutsche marks au moyen des fameux "Carter Bonds". Il serait donc souhaitable de convaincre les autorités américaines de se constituer des réserves en moyens d'interventions (deutsche marks, yens, sterling, etc.); une telle politique n'est pas sans créer des problèmes pour les pays dont la monnaie est en cause mais elle aurait l'avantage de contribuer à une meilleure stabilisation des cours

de change. Une politique de ce genre a, en fait, été suivie sans grand bruit et avec beaucoup d'efficacité par plusieurs banques centrales du SME qui ont constitué, avec l'approbation de la Bundesbank, des réserves importantes en deutsche marks, contribuant ainsi à assurer une stabilité remarquable au sein du SME.

Le Président note que, dans l'ensemble, les Gouverneurs considèrent que le dollar a atteint un niveau élevé peu désirable et difficilement soutenable à long terme et qu'à l'évidence les Etats-Unis devraient corriger leurs finances publiques. L'amélioration des positions concurrentielles de la plupart des pays de la CEE est évidente par rapport à 1979-1980, mais la situation à cette époque n'était pas nécessairement entièrement satisfaisante et, de ce fait, la marge de manoeuvre qui existerait en cas de baisse du dollar est toute relative. En revanche, dans la même hypothèse d'une dépréciation du dollar, les réserves en deutsche marks constituées par plusieurs banques centrales du SME pourraient permettre d'amortir les chocs et les tensions qui risquent fort de se produire au sein du système.

M. Hoffmeyer se réfère aux remarques de M. Pöhl sur l'utilité pour les Etats-Unis de se constituer des réserves en devises et aux difficultés, mentionnées par MM. Dalgaard et Szász, que certaines banques centrales du SME ont rencontrées pour acheter du deutsche mark. Dans la mesure où la Deutsche Bundesbank est favorable à la constitution de telles réserves dans sa monnaie, ces réserves pourraient servir ultérieurement, en cas de baisse du dollar, à la stabilisation des cours de change; il serait souhaitable que l'attitude favorable s'applique tant aux partenaires du SME qu'aux pays extérieurs à celui-ci.

M. Ciampi considère que les épisodes récents concernant les interventions plus ou moins coordonnées sur le marché des changes ne permettent pas de conclure que les interventions ne sont pas utiles. Au contraire, après la réunion des Cinq de Washington, la crédibilité des banques centrales est en jeu et il importe de la maintenir face au marché et à l'opinion publique. Il faut donc essayer d'améliorer l'action concertée non seulement avec les Etats-Unis mais aussi entre Européens. Si l'on est convaincu que l'évolution actuelle du dollar ne saurait durer, il faudrait être pragmatique et saisir toutes les occasions qui se présentent pour contre-carrer la montée du dollar; par exemple aujourd'hui même, 12 février, jour férié aux Etats-Unis (Lincoln Day), pourrait être une occasion. La fermeté

du dollar a contribué dans une certaine mesure à une plus grande cohésion du SME car les pays à forte inflation ont maintenu des taux d'intérêt élevés pour combattre l'inflation. En agissant de la sorte, ces pays voient leur monnaie s'apprécier en termes réels et enregistrent des entrées de capitaux importantes. Il est donc à craindre que, si l'appréciation du dollar se poursuivait longtemps, des écarts se creuseraient entre pays du SME et des difficultés internes au système apparaîtraient.

M. Lamfalussy présente quelques observations sur les techniques d'intervention. La tentation naturelle des banques centrales, quand elles agissent individuellement ou collectivement, est d'intervenir pour freiner le mouvement vers le haut ou vers le bas. Dans l'état actuel du marché, ce genre d'intervention semble vouer à l'inefficacité car on est en présence d'un marché purement spéculatif où le mouvement du dollar s'entretient par lui-même. Les flux de capitaux en cause sont tels que les banques centrales devraient intervenir pour des milliards ou des dizaines de milliards de dollars pour pouvoir effectivement freiner la hausse. Il semble toutefois que l'intervention pourrait avoir un effet dans deux circonstances particulières:

- soit, lorsque l'annonce d'un changement radical de la politique budgétaire aux Etats-Unis ou d'un affaiblissement de la conjoncture américaine amènerait le marché lui-même à s'inverser (l'intervention pourrait alors accélérer le mouvement);
- soit, lorsque une phase de spéculation s'épuise d'elle-même et entre dans une "correction technique". La dernière phase de spéculation a commencé durant la seconde quinzaine de janvier en liaison avec les informations sur le maintien d'une forte croissance aux Etats-Unis et les perspectives d'une politique budgétaire peu changée. Cette phase pourrait s'épuiser d'ici peu à des cours du dollar plus élevés. Dès qu'un début d'hésitation naturelle apparaîtrait dans le marché, il faudrait intervenir de façon concertée, répétée et relativement importante pour qu'il y ait une baisse notable du cours et des pertes pour la spéculation. Ces pertes introduiraient un facteur d'incertitude dans le calcul des agents économiques, qui cesseraient peut-être de penser que le mouvement est nécessairement à sens unique. Ce type d'intervention, qui nécessite de la patience et un peu de chance, semble seul susceptible actuellement d'éliminer le caractère spéculatif spontané du marché.

En réponse à une remarque du Président sur le risque qu'une telle technique d'intervention n'entraîne un effondrement du dollar, M. Lamfalussy indique qu'une certaine baisse du dollar, par exemple de 15% à 20%, ne serait pas dramatique et représenterait peut-être un ajustement nécessaire et que, d'autre part, malgré son aspect risqué la technique suggérée paraît seule à même d'avoir des effets.

M. Leigh-Pemberton partage les idées avancées par M. Lamfalussy sur la technique d'intervention à suivre. Les craintes de déclencher un effondrement du cours du dollar par des interventions massives ne doivent pas être exagérées; le dollar a atteint des niveaux tels qu'un recul assez important ne devrait pas créer de désordre sur les marchés. Il convient donc de ne pas perdre foi dans les possibilités d'interventions coordonnées, de continuer à faire pression, par les voies politiques, sur le Trésor américain pour obtenir qu'il coopère davantage, et de choisir les moments les plus propices pour l'intervention. En ce qui concerne la politique d'intervention de la Bank of England et les critiques qu'elle a pu susciter, il est à noter que les achats de dollars effectués correspondent très largement à des paiements pour les pouvoirs publics; il s'agit essentiellement des dépenses des forces britanniques stationnées en Allemagne, pour lesquelles une grande partie des dollars est convertie en deutsche marks.

M. Leigh-Pemberton termine en soulignant qu'en liaison avec les événements récents, l'attitude du gouvernement britannique en matière de politique de change et d'intervention a sensiblement changé.

M. Camdessus pense que, quelles que soient les critiques que l'on peut faire à l'opération de janvier dernier, elle marque néanmoins un tournant et un changement dans l'attitude des Américains. Ceux-ci estiment ne plus pouvoir se désintéresser du taux de change de leur monnaie et, malgré leurs hésitations, ils semblent prêts à participer à des actions en commun. Se pose alors la question de savoir comment agir. Les indications de tactique données par M. Lamfalussy sont précieuses pour le choix du moment de l'intervention, sans pouvoir toutefois trop attendre car, comme l'a signalé M. Ciampi, la crédibilité des banques centrales est en cause. Ce choix du moment étant très difficile, il faut que la coopération et l'échange entre les Gouverneurs soient permanents et, à cet égard, les méthodes de concertation actuelles ne sont peut-être pas entièrement satisfaisantes. En outre, si l'on accepte de gérer avec les Américains

le "soft landing" du dollar, il faut être conscient que les Etats-Unis ne peuvent pas se rendre complices d'une opération trop voyante qui pourrait provoquer un recul marqué du dollar et que, par conséquent, les Européens doivent être prêts à prendre une part plus importante dans l'entreprise commune. Enfin, celle-ci doit se développer dans le plus grand silence et sans que des commentaires contradictoires ne viennent affecter la crédibilité des banques centrales. Or, à cet égard, on ne peut que regretter vivement de voir avec quelle rapidité et fidélité les discussions des Gouverneurs du Groupe des Dix du lundi 11 février 1985 ont été portées à la connaissance de la presse.

M. Godeaux se réfère aux remarques de M. Pöhl et aux commentaires d'autres Gouverneurs sur la détention par des banques centrales de certaines des monnaies européennes, détention qui a été présentée comme pouvant avoir une efficacité et une utilité dans les hypothèses d'un retournement du dollar. Jusqu'à présent, l'acquisition d'une monnaie communautaire a été soumise à l'accord de la banque centrale émettrice; la question qui se pose, dans le cadre des propos tenus sur la détention de monnaies autres que le dollar, est de savoir si, en principe, cet accord sera donné et pour des montants importants, comme cela a été fait à plusieurs reprises dans le passé.

M. Pöhl partage la surprise et le jugement de M. Camdessus au sujet de l'apparition dans la presse d'informations concernant la réunion des Gouverneurs du Groupe des Dix. S'agissant de l'achat de deutsche marks par des banques centrales, il précise que la Bundesbank n'a pas d'objections de principe à ces achats et que ces opérations doivent pouvoir se traiter bilatéralement.

Le Président fait part également de sa surprise à l'égard des informations parues dans la presse sur les discussions des Gouverneurs et souligne l'importance du caractère confidentiel de ces discussions. Il constate, à l'issue du débat du Comité sur le dollar, que, en dépit des expériences assez frustrantes des dernières semaines, les Gouverneurs sont convaincus qu'il faut continuer l'action entreprise sur le marché des changes et à avoir foi dans l'efficacité des interventions. Cette efficacité dépend dans une très large mesure du choix du moment, et pour faire ce choix difficile il est convenu de maintenir des contacts étroits (plus étroits que jamais) dans les prochains jours et semaines à propos de l'évolution du marché des

changes. La coordination au sein du SME est, en général, jugée satisfaisante; une attitude commune à l'égard du dollar a pu être établie et elle devrait pouvoir être élargie et renforcée avec la participation du Royaume-Uni.

IV. Echange de vues sur les questions monétaires internationales actuellement discutées au sein du Groupe des Dix

Le Président rappelle que, suite à une proposition française, il a été prévu de discuter de façon informelle, dans le cadre communautaire, les progrès des travaux du Groupe des Dix sur les questions monétaires internationales; il invite M. Dini à présenter l'état de ces travaux, notamment quant à la question de la surveillance.

M. Dini fait l'exposé résumé ci-après qui est destiné essentiellement à l'information des banques centrales qui ne sont pas membres du Groupe des Dix. Les Suppléants de ce groupe ont terminé la discussion des documents préparés par les délégations et par les organisations internationales sur les quatre points du programme de travail, à savoir, les taux de change, la surveillance, la liquidité internationale et le rôle du FMI et de la Banque mondiale. Les Suppléants travaillent actuellement sur le rapport définitif et se sont déjà mis d'accord sur une esquisse du texte. Au cours des trois prochains mois et en vue de présenter le rapport définitif à mi-1985, les Suppléants vont discuter les projets des chapitres des rapports, c'est-à-dire un chapitre pour chacun des quatre points, plus une introduction et un résumé des principales conclusions et des recommandations.

Les orientations et les grandes questions de fond contenues dans les travaux du Groupe des Dix doivent être vues dans la perspective des efforts, notamment au sein de la CEE, pour porter remède au désordre apparent dans les relations monétaires internationales. En effet, les études en cours ont eu pour origine, d'une part, l'insatisfaction causée par certains aspects du régime de flottement actuel, notamment sa tendance à produire des mésalignements importants entre les principales monnaies, d'autre part, la recherche d'un accord sur les remèdes possibles. Le diagnostic met en relief le rôle joué dans l'évolution du dollar par les divergences des politiques budgétaires et, partant, les divergences entre les Etats-Unis et l'Europe en matière de dosage des politiques. Les Suppléants américains ne

partagent pas entièrement cette vue et leur thèse officielle est que la force du dollar reflète la vigueur de l'économie américaine et le caractère attrayant des investissements aux Etats-Unis. A l'opposé, la faiblesse du yen et des monnaies européennes refléterait, entre autres, le manque de progrès dans l'ajustement structurel et les rigidités du marché.

En ce qui concerne les résultats éventuels des travaux des Suppléants, on reconnaîtra d'abord que le système actuel des taux flottants ne disparaîtra pas de sitôt et on ne recommandera ni un retour à la fixité des parités ni l'établissement d'arrangements de change entre les principales monnaies, bien que certains pays européens aient argumenté en faveur de zones-cibles. La réponse aux mésalignements des taux de change devrait être recherchée essentiellement dans le cadre de la surveillance multilatérale des politiques nationales. Il s'agit là de la question-clé des travaux des Suppléants et ceux-ci devraient formuler des recommandations précises pour rendre cette surveillance plus efficace. Les Suppléants américains admettent que, lors de l'élaboration des politiques nationales, il faut être attentif aux répercussions internationales de ces politiques; toutefois, ils ne reconnaissent pas entièrement qu'il existe dans le court terme une question de coordination ou de cohérence internationale dans les politiques macro-économiques et que ces politiques devraient tenir compte, dans les principaux pays, des considérations de taux de change. Si ces questions et considérations étaient reconnues par tous, la surveillance multilatérale deviendrait le processus au cours duquel des concessions et des adaptations mutuelles des choix macro-économiques seraient acceptées.

La question des interventions visant à modérer les à-coups sur le marché des changes est traitée d'une manière quelque peu subsidiaire.

Il serait souhaitable d'aboutir à une vue européenne coordonnée sur l'ensemble des questions, et notamment sur la surveillance (comment pourrait-elle être rendue plus efficace?) et les interventions, ce qui permettrait d'avoir plus d'influence sur la position américaine.

Le Président souligne l'importance d'une telle attitude commune non seulement entre les Gouverneurs mais aussi au sein du Comité monétaire où se fait la véritable préparation des discussions internationales. Il serait, en particulier, utile de mettre l'accent sur les points sur lesquels les membres de la CEE sont d'accord plutôt que de se présenter, face aux Américains, avec des sujets de désaccord.

M. Camdessus compte beaucoup sur le savoir-faire et le talent de diplomate du Président du Groupe des Dix pour tirer profit du changement en cours à Washington et de l'expérience récente sur le marché des changes pour, autant que possible, rééquilibrer un peu le rapport qui est en préparation. Il n'y a pas d'illusions à se faire sur la possibilité de proposer actuellement un nouveau système monétaire international mais on pourrait peut-être être moins laudatif sur le flottement incontrôlé et élaborer un peu plus sur le rôle des euro-marchés dans ce qu'ils ont de positif et aussi de négatif ou perturbateur. M. Camdessus ajoute qu'il s'attachera à ce que tout le possible soit fait dans son pays pour avoir des vues communautaires sur les questions monétaires internationales actuellement discutées.

V. Projet d'un système de clearing pour les opérations en Ecus privés

Le Président invite M. Szász à rendre compte des discussions que les Suppléants ont eues sur cette question.

M. Szász indique que les conclusions du débat des Suppléants peuvent être résumées autour des quatre points ci-après.

1. Les Suppléants sont tous d'accord pour adopter une attitude positive à l'égard du projet de clearing dans lequel la BRI est disposée à coopérer avec les banques commerciales.

2. Conformément aux recommandations que les Gouverneurs avaient formulées, les conditions semblent réunies pour que le fonctionnement du système de clearing ne mette pas en danger les politiques monétaires des pays de la CEE.

3. Il est clairement entendu que, dans le système, la BRI ne jouera pas le rôle d'une banque centrale et n'assumera pas la fonction de prêteur en dernier ressort; si la BRI devait décider d'accorder des crédits à des banques participantes, il faudrait que ce soit exclusivement pour des raisons techniques et pas au titre de concours de liquidités; le Conseil d'administration de la BRI pourrait fixer des orientations à cet égard pour s'assurer qu'il en sera bien ainsi.

4. Le nombre des banques admises au système de clearing devra être limité, pour des raisons techniques. La BRI ne sera pas impliquée dans le choix qui devra être fait mais il serait souhaitable que l'organe responsable du choix se fonde sur des critères objectifs.

Les Suppléants recommandent au Comité d'adopter leurs conclusions sur la question du système de clearing des opérations en Ecus privés.

M. Ó Cofaigh fait valoir que l'Ecu étant une création de la CEE il faudrait que, parmi les critères objectifs, en plus par exemple du volume des affaires en Ecus traitées par les banques, on introduise le critère d'une représentation de tous les Etats membres de la Communauté, c'est-à-dire au moins une banque par pays de la CEE.

M. Leigh-Pemberton fait part des préoccupations de la Bank of England sur la capacité de SWIFT à opérer le clearing entre les banques commerciales. Il n'apparaît pas certain que SWIFT soit en mesure de faire face à une telle extension de ses fonctions et il serait utile que la BRI procède à une vérification dans ce domaine.

Le Président propose d'adopter les quatre points présentés par M. Szász au nom des Suppléants, auxquels s'ajoutent les souhaits exprimés par MM. Ó Cofaigh et Leigh-Pemberton concernant la représentation, par au moins une banque, de chaque pays de la CEE dans le système de clearing et la vérification de la capacité de SWIFT à remplir le rôle prévu dans ce système. Le Président constate l'accord du Comité sur sa proposition et pense que le Conseil d'administration de la BRI pourrait adopter en mars des conclusions définitives sur cette question.

VI. Autres questions relevant de la compétence du Comité:

- Répartition des frais du Secrétariat du Comité de l'année 1984

Le Président propose de renvoyer cette question à la séance du Comité de mars.

VII. Date et lieu de la prochaine séance

La prochaine séance aura lieu à Bâle, le mardi 12 mars 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

JANVIER 1985

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 janvier et les premiers jours de février 1985.

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

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

- persistance de la tendance ferme du dollar; la crainte que les banques centrales n'adoptent une politique d'interventions plus agressive a freiné la hausse du dollar, notamment à la suite de la déclaration du Groupe des Cinq;
- élargissement de la bande de fluctuation étroite du SME, qui a atteint pratiquement ses limites;
- nouvel affaiblissement de la livre sterling et dépréciation du franc suisse à l'égard de toutes les monnaies.

Le dollar EU est resté ferme tout au long du mois de janvier mais son appréciation a été inférieure à 1% par rapport à la plupart des monnaies d'Europe continentale; il a progressé de 1,6% vis-à-vis du yen

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

et de 3% environ à l'égard du sterling et du franc suisse. Le dollar a été conforté par des signes de reprise de l'activité économique aux Etats-Unis, alors que l'inflation demeure faible. Son ascension a toutefois été limitée par la crainte d'interventions communes et massives de la part des banques centrales, notamment après que, le 17 janvier, les Ministres des Finances et les Gouverneurs des banques centrales du Groupe des Cinq aient publiquement réaffirmé leur engagement pris au Sommet de Williamsburg en 1983 de procéder à des interventions sur les marchés des changes. Des interventions coordonnées et visibles ont été effectuées et ont créé l'impression parmi les participants au marché, au moins temporairement, que la politique d'intervention était changée. Les autorités américaines sont intervenues en deutsche marks pour contenir la hausse du dollar à deux reprises, et se sont montrées prêtes à le faire en de nombreuses autres occasions.

Au sein du SME, la bande de fluctuations étroite s'est élargie, en raison d'un nouveau raffermissement de la couronne danoise ainsi que de la faiblesse du florin néerlandais, les deux monnaies s'approchant de leurs limites d'intervention au sein du système.

Le deutsche mark a peu évolué au sein de la bande du SME mais, par rapport au dollar, il a continué à se déprécier légèrement, les fluctuations de son cours s'amenuisant. Cette dépréciation s'est produite malgré un nouveau rétrécissement de l'écart de taux d'intérêt entre les deux monnaies, notamment dans le compartiment du court terme. A la suite de la réunion du Groupe des Cinq, la relation de change avec le dollar s'est stabilisée, en raison surtout de l'incertitude qui planait sur les résultats effectifs de cette réunion. Le deutsche mark a également été soutenu par d'importants achats intramarginaux de certaines banques centrales du SME. Son cours s'est nettement amélioré à l'égard du franc suisse, de la livre sterling et du yen. Le 31 janvier, la Bundesbank a annoncé que, avec effet au 1er février, elle relevait son taux lombard de 5 1/2 à 6% afin d'introduire une plus grande flexibilité dans les opérations du marché monétaire.

Le franc français a progressé vis-à-vis du deutsche mark et a légèrement amélioré sa position au sein de la bande de fluctuation communautaire. La demande de francs émanant tant de la clientèle résidente que des non-résidents a été soutenue tout au long du mois, en particulier

après l'annonce des progrès réalisés en matière d'inflation et de comptes extérieurs. En début de mois, la Banque de France a réduit d'un quart de point son taux d'intervention sur le marché monétaire et le taux de base bancaire est revenu de 12 à 11,50%.

La lire italienne s'est maintenue au sommet du SME ou près de celui-ci, malgré une réduction du taux d'escompte de 16,5 à 15,5% le 4 janvier. Ce n'est que vers la fin du mois qu'elle a cédé un peu de terrain. La Banca d'Italia est intervenue tout au long du mois en achetant principalement des deutsche marks.

Le franc belge a poursuivi son raffermissement. Dès le début du mois de janvier, il est passé à la cinquième position dans la grille des parités et s'y est maintenu pratiquement sans interruption.

Le florin néerlandais a encore rétrogradé au bas du système, s'approchant progressivement de sa limite d'intervention à l'égard de la couronne danoise. Le 31 janvier, après la hausse du taux lombard allemand, la Nederlandsche Bank a annoncé un relèvement de ses taux officiels d'un demi-point avec effet au 1er février, ce qui a porté le taux d'escompte à 5,5% et le taux lombard à 6%.

La couronne danoise est restée la monnaie la plus forte de la bande étroite du SME, en raison de la poursuite des importations de capitaux privés malgré une légère baisse des taux d'intérêt à long terme.

La livre irlandaise s'est quelque peu affaiblie au sein de la bande du SME par suite d'une certaine accélération des paiements d'importations, due principalement à la faiblesse relative de la livre sterling. La Central Bank of Ireland est intervenue activement pendant la période sous revue pour soutenir sa monnaie.

La livre sterling a été soumise à de fortes pressions sous l'effet conjugué du renforcement du dollar, des préoccupations suscitées par la réunion de l'OPEP au sujet du prix du pétrole et de l'incertitude entourant l'attitude du gouvernement à l'égard de la dépréciation du taux de change. A la suite de trois relèvements - dont l'un avait été induit par la remise en vigueur temporaire du taux minimum d'avances de la Bank of England - de 4,5% au total, à 14% du taux de base des clearing banks, et après l'accord de l'OPEP sur une nouvelle structure des prix du pétrole, la livre a regagné une partie du terrain. Son indice pondéré a clôturé à 71,7 en baisse de près de 2% sur le mois précédent.

Le drachme grecque a fléchi de 0,7% par rapport au dollar et s'est appréciée de 0,1% vis-à-vis de l'Ecu. Sur une base effective, la drachme est restée pratiquement inchangée. Depuis le 24 janvier, à la suite d'une décision de la Banque de Grèce, l'Ecu est traité comme n'importe quelle autre devise à la fois sur le marché des changes et sur le marché monétaire interne. En liaison avec cette mesure, l'Ecu a été introduit dans la séance de cotation et fait l'objet d'une cotation quotidienne.

Le franc suisse a été soumis à des pressions à l'égard de la plupart des monnaies et a perdu 2 1/4%, sur une base pondérée. Plusieurs facteurs ont pu contribuer à cette évolution: bas niveaux des taux d'intérêt réels, préoccupations suscitées par la baisse de compétitivité du centre financier suisse, perte partielle du rôle traditionnel de "monnaie refuge" et absence d'interventions.

La couronne norvégienne est restée assez stable en termes effectifs, étant donné que les excédents importants de la balance des paiements courants ont été neutralisés par des interventions.

Dans la première quinzaine du mois, la couronne suédoise a continué de s'affaiblir, la valeur de l'indice atteignant 132,0. Le 22 janvier, la Sveriges Riksbank est intervenue sur le marché monétaire, ce qui s'est traduit par une hausse de 2 points environ des taux sur ce marché. La couronne s'est immédiatement redressée et l'indice a depuis lors fluctué étroitement autour de 131,2.

Le dollar canadien s'est affaibli d'environ 0,6% à l'égard du dollar EU en janvier, dans un marché généralement calme. La monnaie canadienne a continué d'être conforté par d'assez bonnes performances de l'économie et par l'attrait des taux d'intérêt canadiens; elle a été défavorablement affectée en revanche par des transactions motivées par des considérations techniques et par des préoccupations au sujet des risques de sorties de capitaux aux fins d'investissements directs dans le secteur de l'énergie.

Le yen japonais a fortement baissé par rapport au dollar EU au début de janvier en raison de sorties persistantes de capitaux dues aux investissements en valeurs étrangères; il a coté 255 yens pour 1 dollar le 9 janvier, niveau le plus bas depuis le 22 novembre 1982. Le yen s'est maintenu aux alentours de ce niveau durant le reste du mois, les opérateurs redoutant davantage une action concertée des autorités. En définitive, il a perdu 1,5% vis-à-vis du dollar EU au cours du mois.

II. INTERVENTIONS

a) Interventions en dollars EU

En janvier, les ventes nettes de dollars des banques centrales se sont élevées à \$EU 1,3 milliard, contre \$EU 0,4 milliard en décembre. Le chiffre net de janvier se décompose en \$EU 2,3 milliards de ventes brutes et \$EU 1,0 milliard d'achats bruts. Les principaux vendeurs nets de dollars ont été la Deutsche Bundesbank, la Bank of England, la Central Bank of Ireland et la Banque du Canada. La Norges Bank a été le plus gros acheteur net.

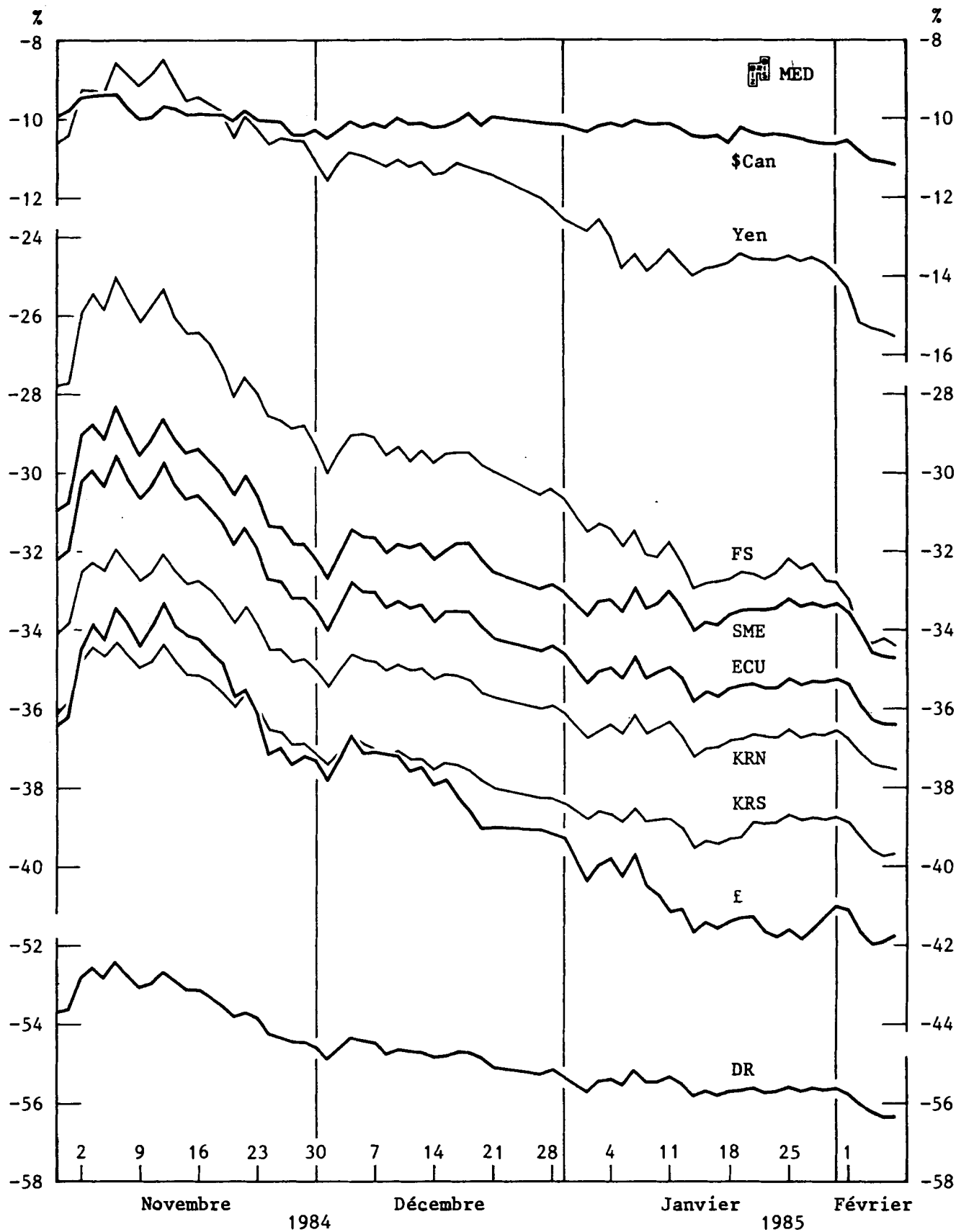
b) Interventions en monnaies communautaires

Les interventions en monnaies communautaires ont atteint l'équivalent de \$EU 0,8 milliard en janvier (décembre: \$EU 0,7 milliard). Les interventions traduisent principalement des achats à l'intérieur des marges de deutsche marks par la Banque de France et par la Banca d'Italia.

III. LES PREMIERS JOURS DE FEVRIER

Au début de février, le dollar a progressé au-delà des cours maxima observés durant le mois de janvier, enregistrant des gains d'environ 2 1/2% vis-à-vis des monnaies du SME et du yen, de 1 1/4% par rapport à la livre sterling et de 3 1/2% à l'égard du franc suisse.

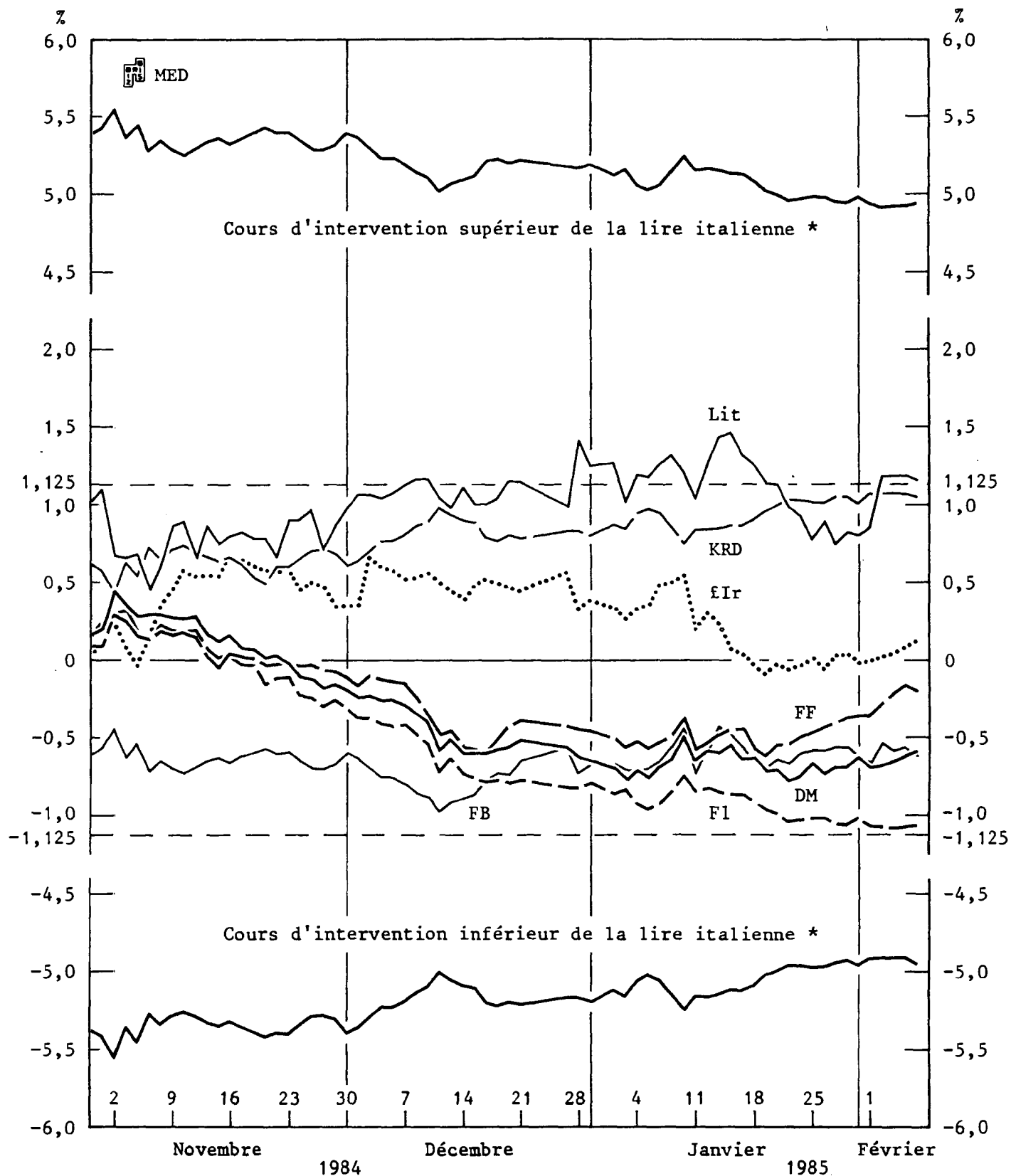
EVOLUTION DE L'ECU, DU COURS MEDIAN DES MONNAIES PARTICIPANT AU SME ET
DES MONNAIES DES AUTRES BANQUES CENTRALES PARTICIPANT A LA CONCERTATION
SUR LA BASE DES COURS RELEVES LE 31 DECEMBRE 1981 VIS-A-VIS DU \$EU *



* 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.

7 février 1985

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 $\pm 2,25\%$.

7 février 1985

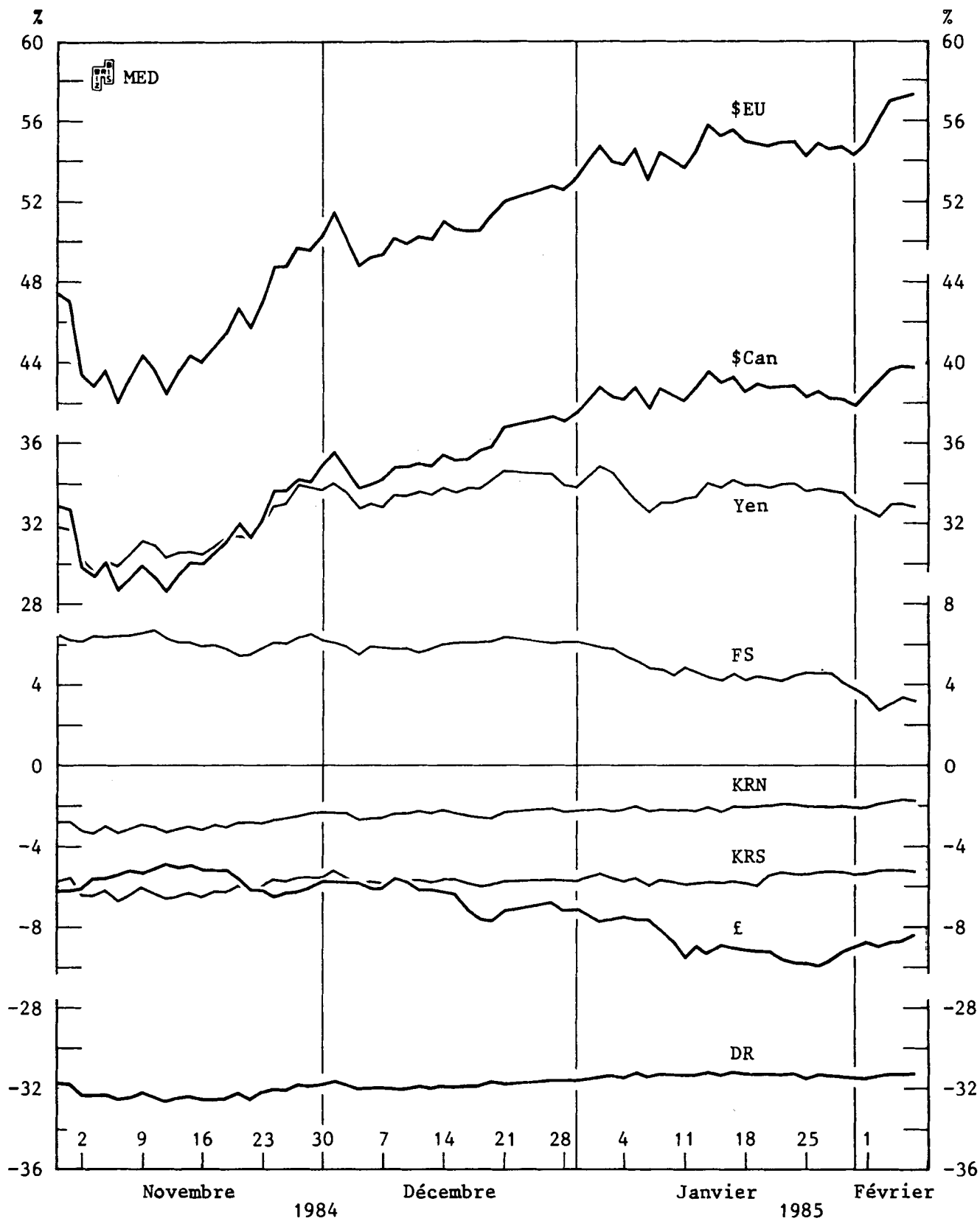
EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE *



* 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 ± 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.

7 février 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 MARCHE RELEVES 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.

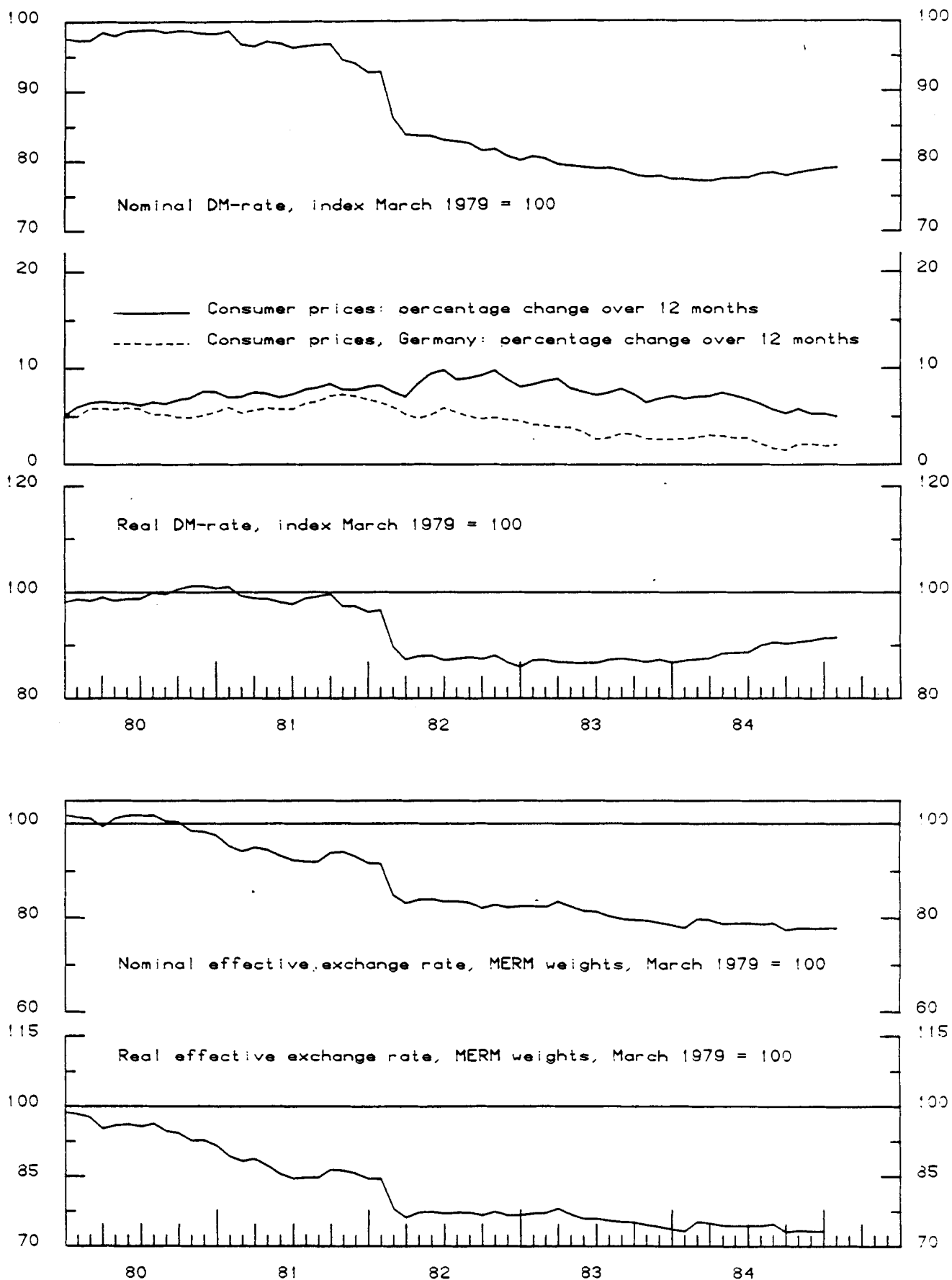
7 février 1985

GRAPHS AND TABLE

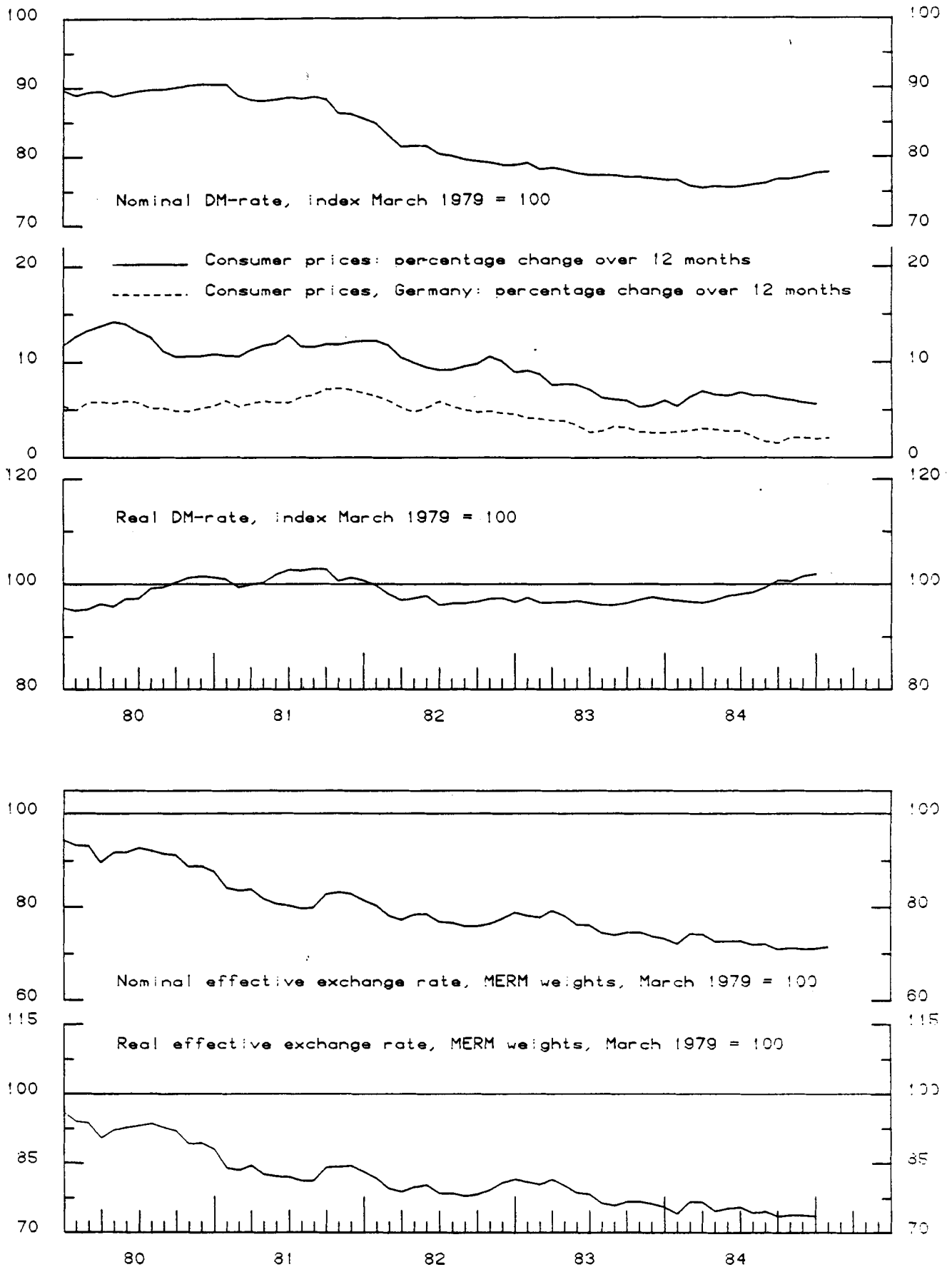
TO BE USED IN PROFESSOR LAMFALUSSY'S REMARKS TO
COMMITTEE OF GOVERNORS OF THE CENTRAL BANKS
OF EEC COUNTRIES

12TH FEBRUARY 1985

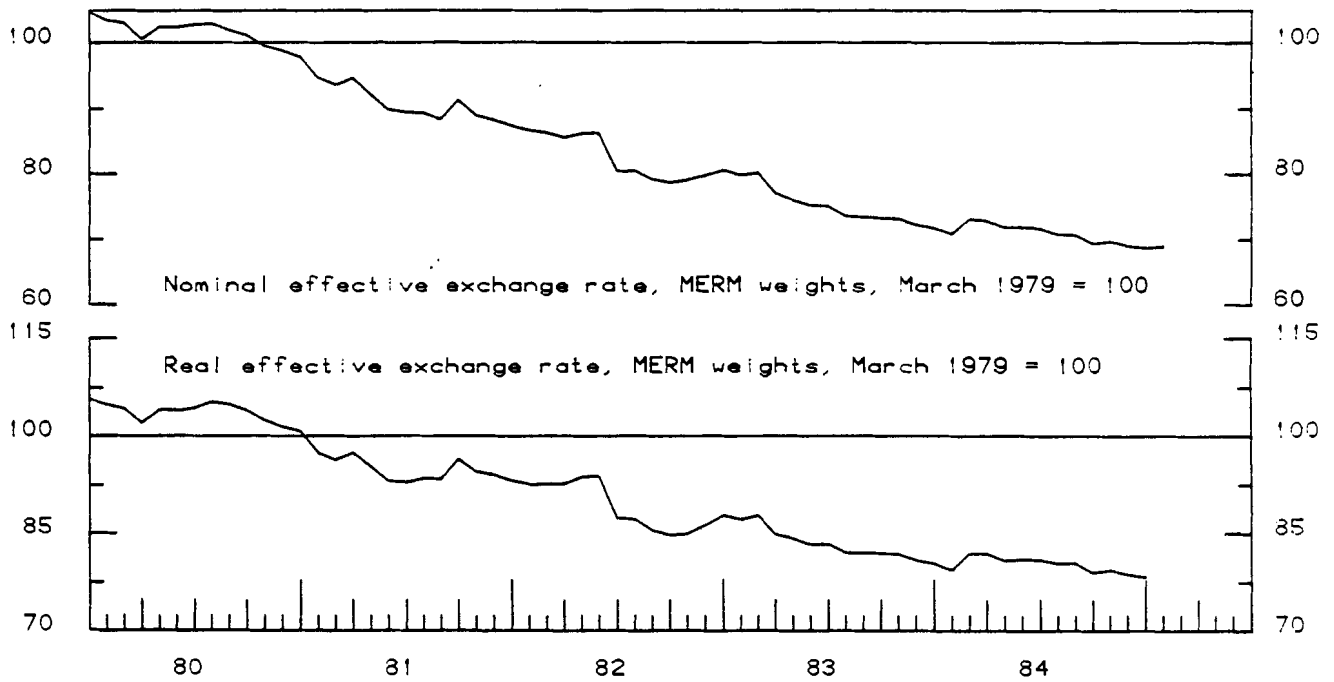
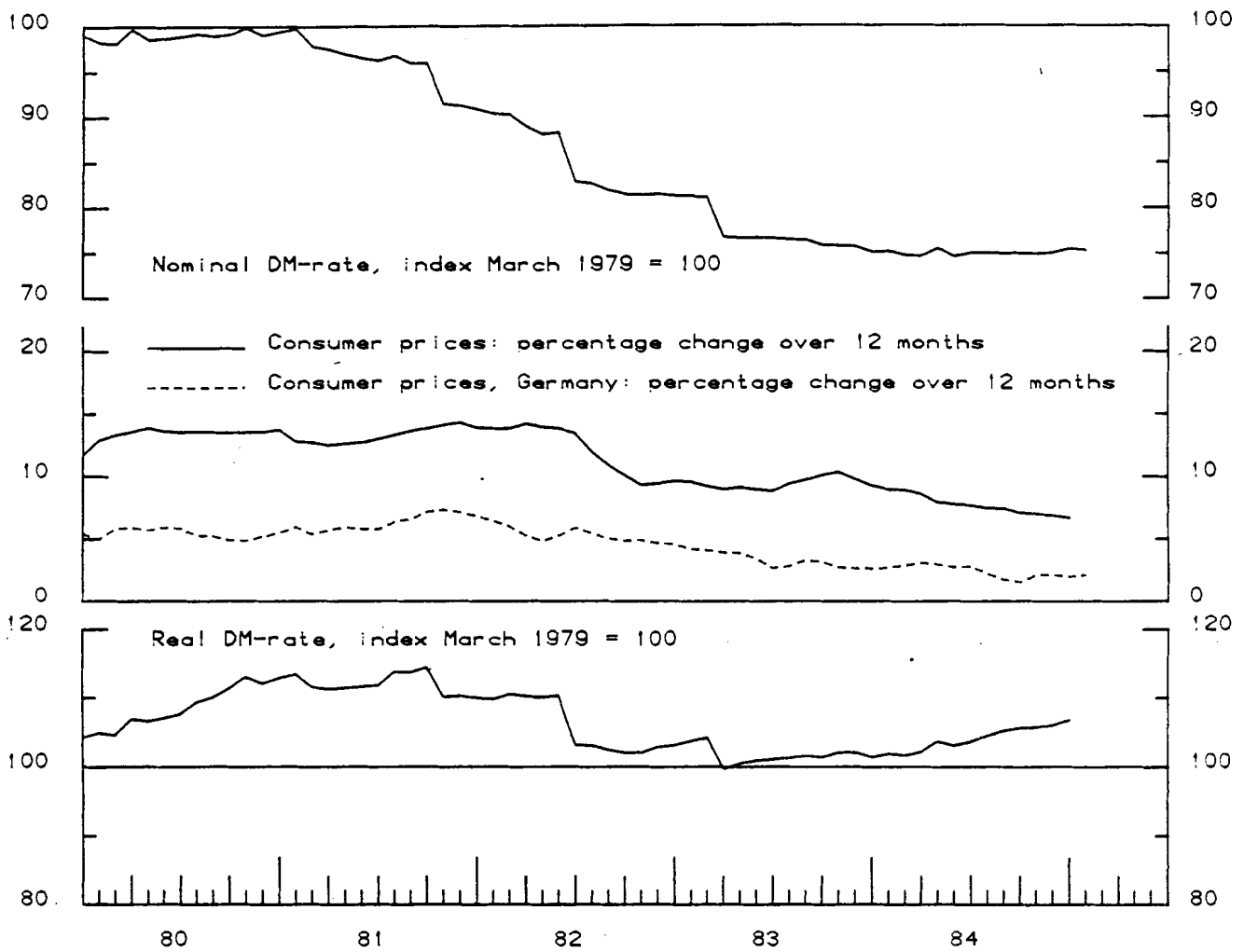
BELGIUM



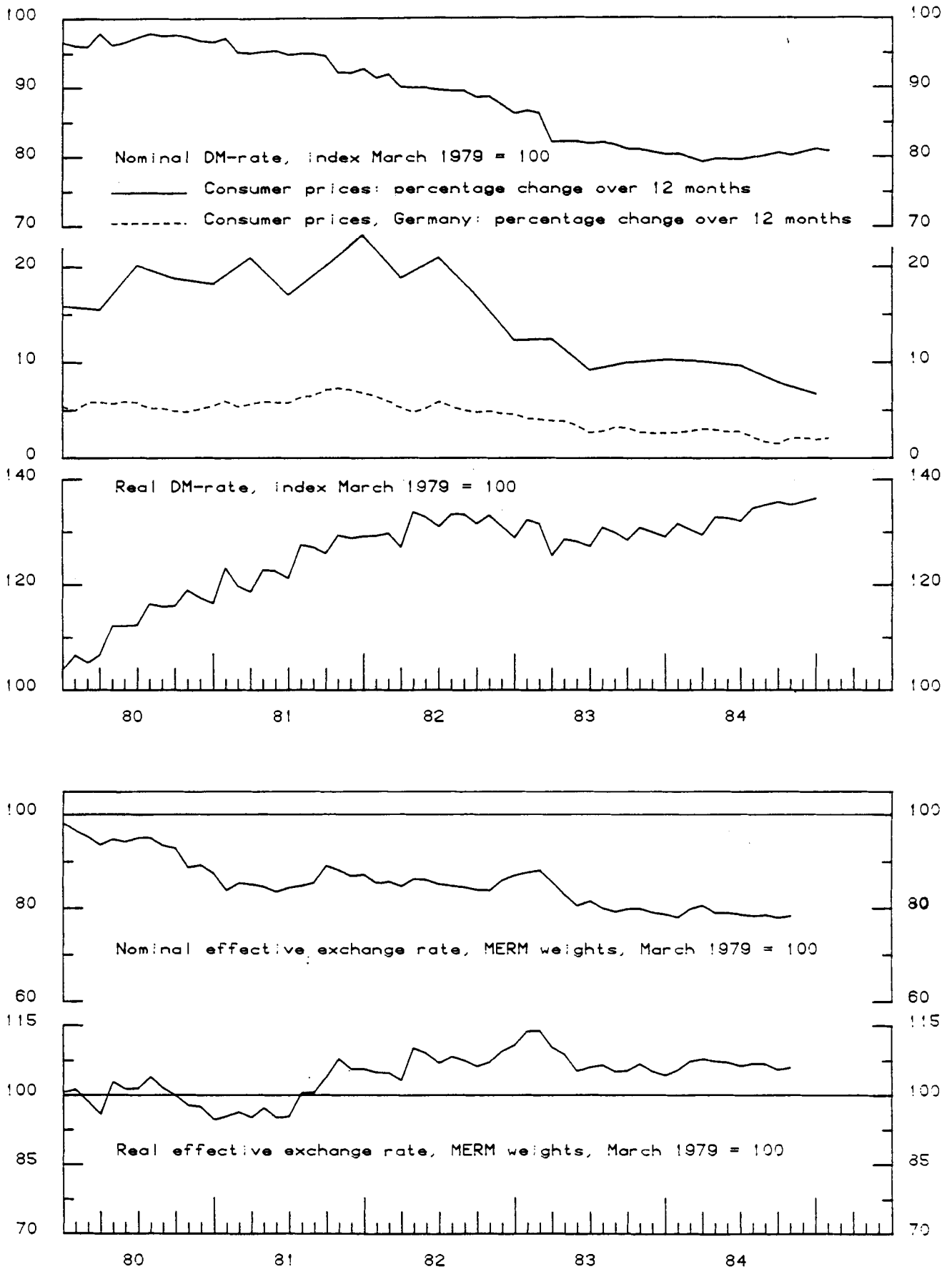
DENMARK



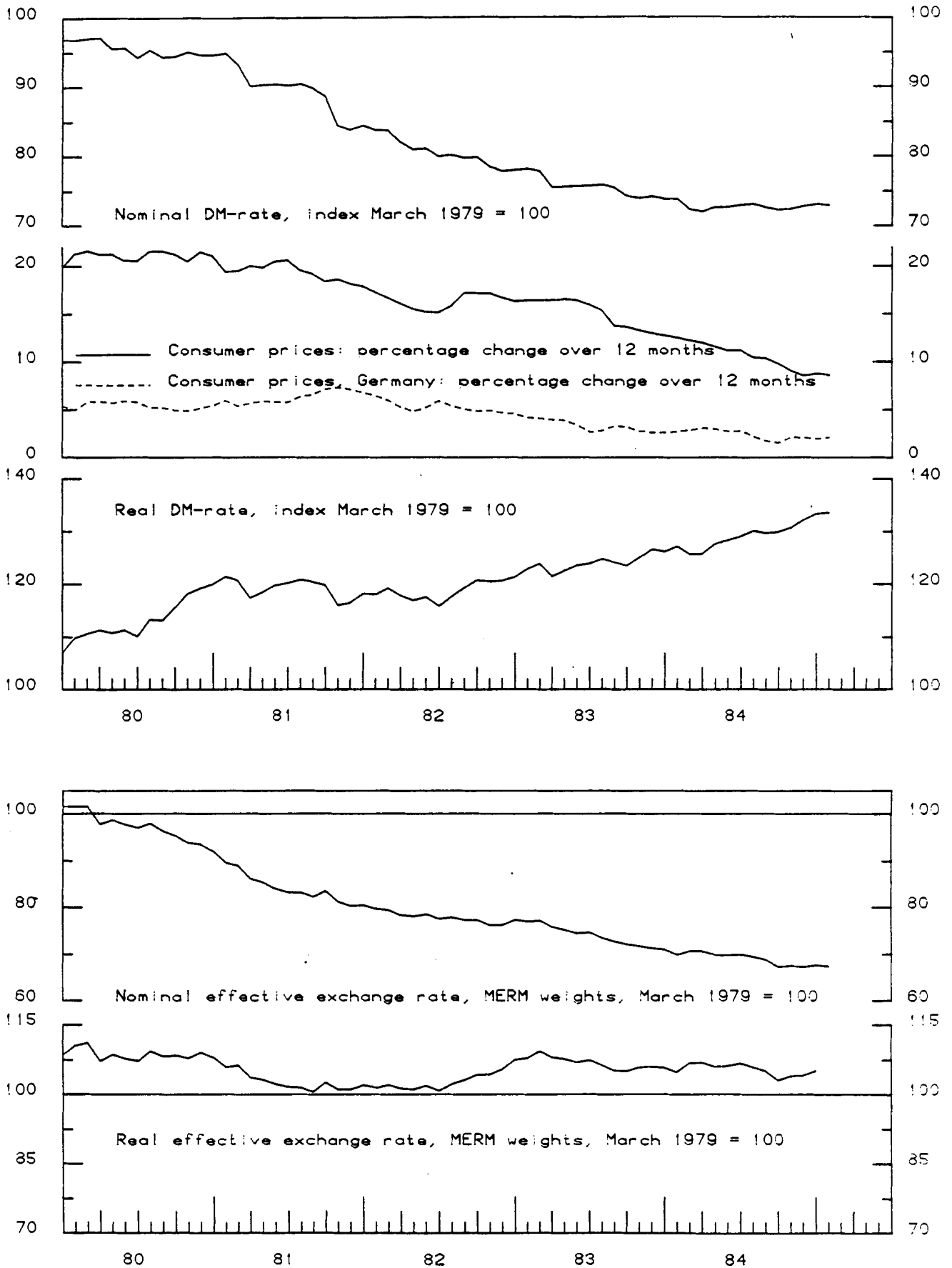
FRANCE



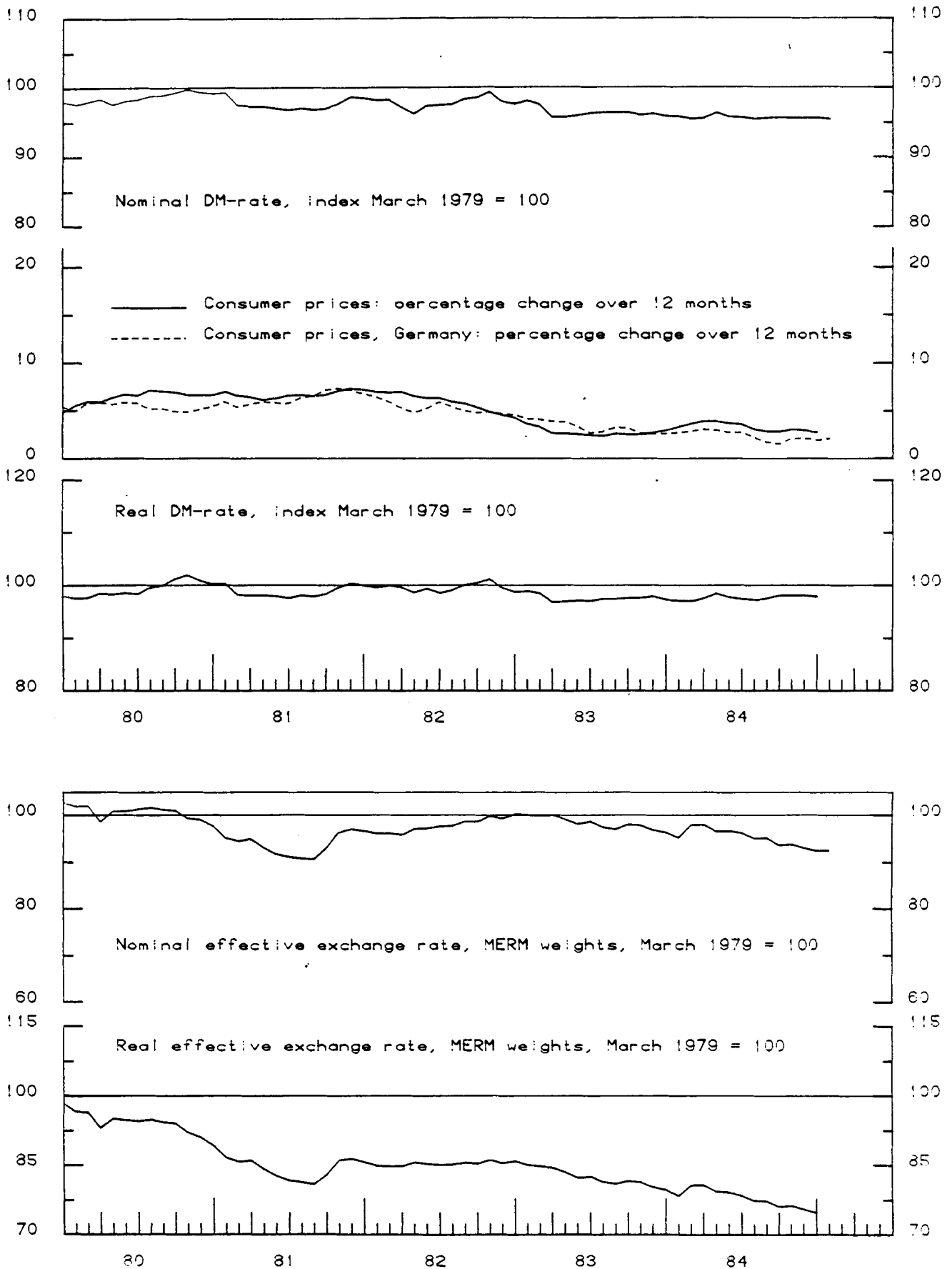
IRELAND



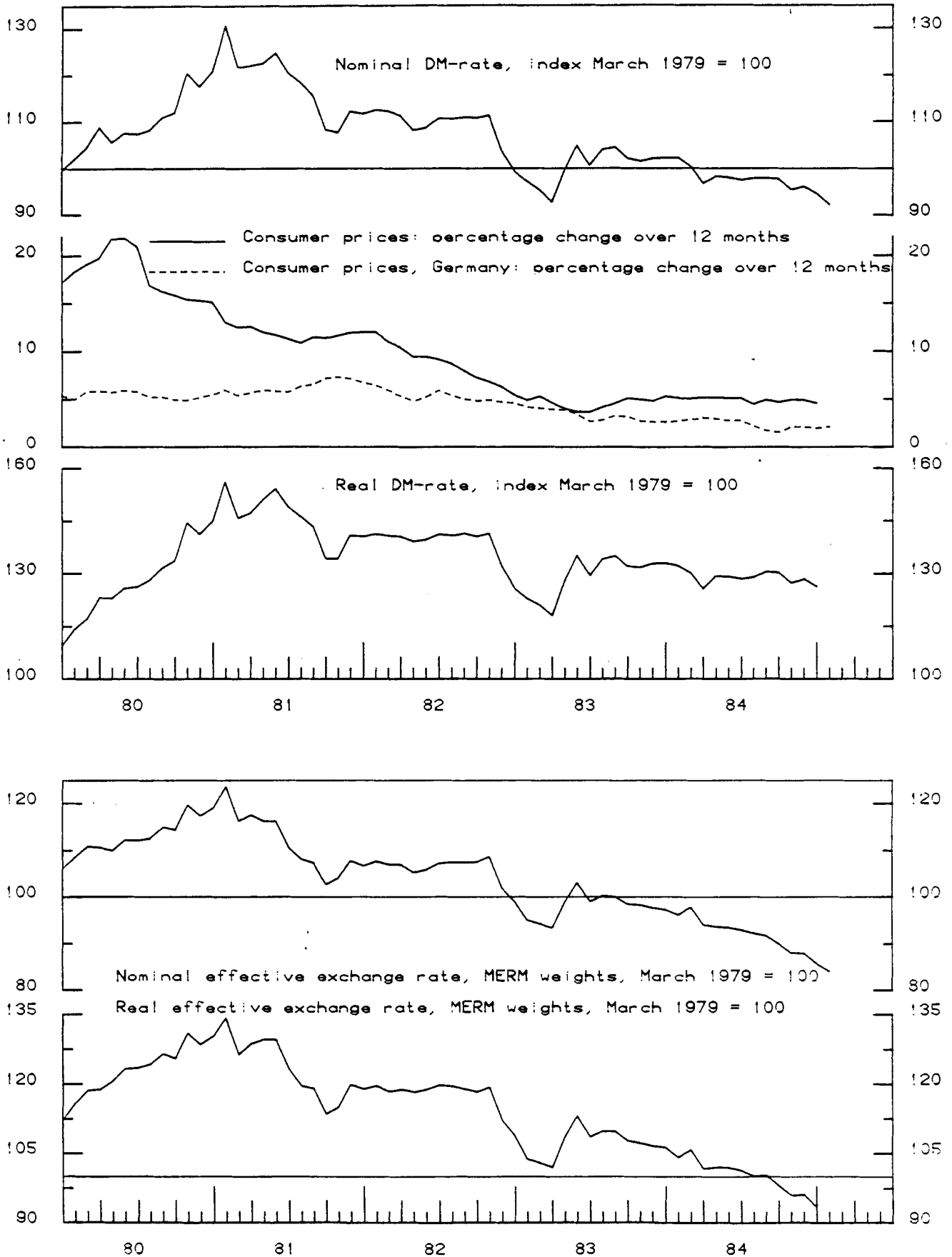
ITALY



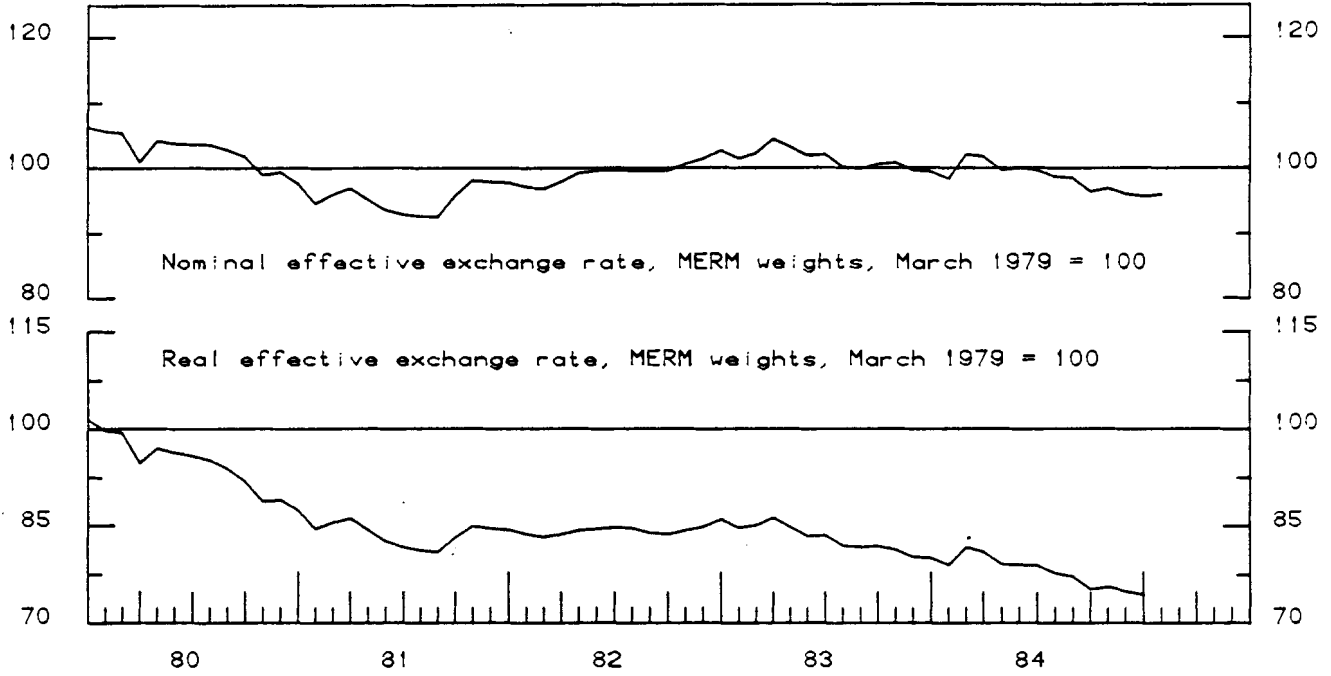
NETHERLANDS



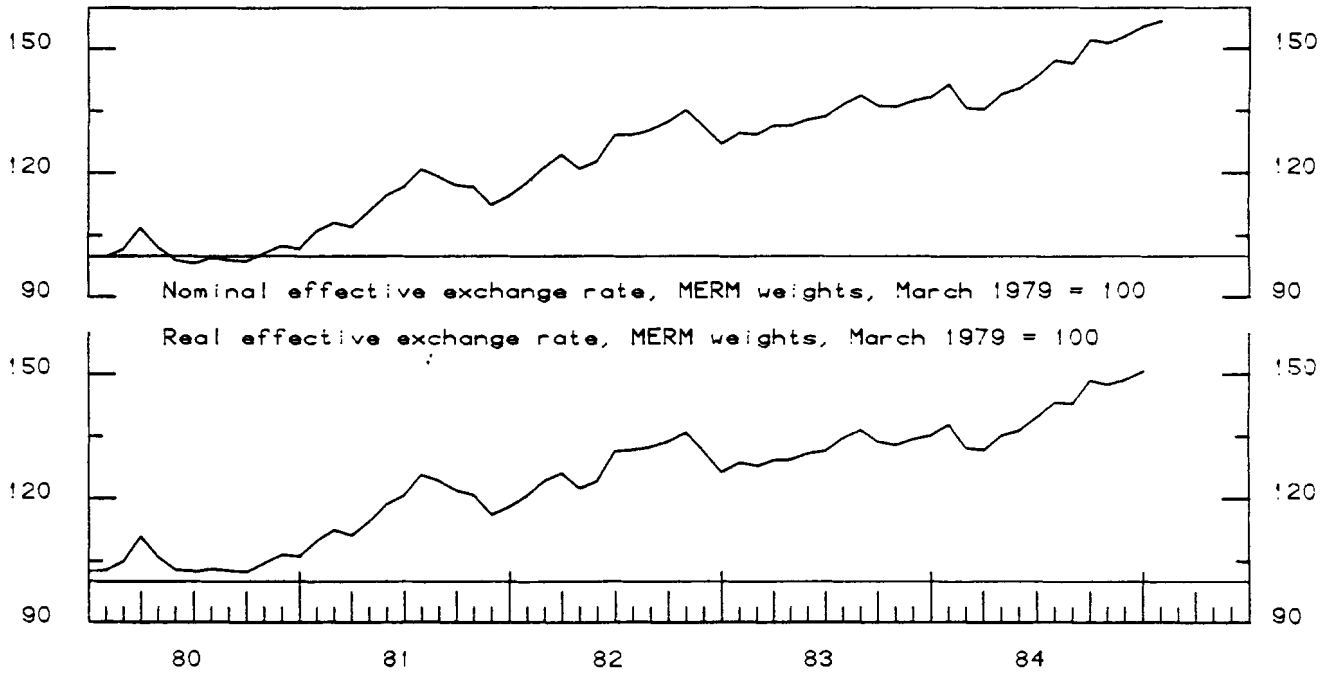
UNITED KINGDOM



GERMANY



UNITED STATES



Consumer prices (CPI) and unit labour costs (ULC) relative to Germany.

	Indices 1st Q. 1979 = 100													
	BE		DK		FR		IT		NL		IE		GB	
	CPI	ULC	CPI	ULC	CPI	ULC	CPI	ULC	CPI	ULC	CPI	ULC	CPI	ULC
1980, 4th Q.	102.6	103.6	112.7	93.9	113.8	109.4	126.9	114.8	102.0	94.0	121.0	131.7	120.4	123.6
1981, 4th Q.	103.4	98.7	118.0	94.6	121.3	117.7	140.0	131.1	101.9	92.3	139.4	134.4	125.9	124.3
1982, 4th Q.	107.5	96.0	123.6	94.1	126.2	121.2	155.9	147.5	101.6	92.1	149.5	139.5	127.7	126.3
1983, 4th Q.	112.0	100.6	127.4	103.9	135.6	131.4	171.5	183.6	102.4	91.3	160.7	139.4	130.5	132.4
1984, 2nd Q.	114.1	102.3	129.3	110.4	138.6	135.5	177.5	189.0	102.5	89.7	-	-	132.3	135.9

Note: For some countries the calculations based on ULCs are highly preliminary and tentative.